



UNIVERSIDAD DE LA RIOJA

TRABAJO FIN DE ESTUDIOS

Título

Análisis de las recomendaciones de buen gobierno en las empresas del IBEX-35

Autor/es

LIDIA ARAGÓN ARAGÓN

Director/es

ÁLVARO MELÓN IZCO

Facultad

Facultad de Ciencias Empresariales

Titulación

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Departamento

ECONOMÍA Y EMPRESA

Curso académico

2017-18



Análisis de las recomendaciones de buen gobierno en las empresas del IBEX-35, de LIDIA ARAGÓN ARAGÓN

(publicada por la Universidad de La Rioja) se difunde bajo una Licencia Creative Commons Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 3.0 Unported.

Permisos que vayan más allá de lo cubierto por esta licencia pueden solicitarse a los titulares del copyright.

© El autor, 2018

© Universidad de La Rioja, 2018

publicaciones.unirioja.es

E-mail: publicaciones@unirioja.es



FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES

TRABAJO FIN DE GRADO

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

**Análisis de las recomendaciones de buen gobierno en
las empresas del IBEX-35**

**Analysing the recommendations of good governance in
companies of the IBEX-35**

Autor: D^a. Lidia Aragón Aragón

Tutor/es: Prof. D. Álvaro Melón Izco

CURSO ACADÉMICO 2017-2018

ÍNDICE DE CONTENIDO

RESUMEN/ABSTRACT	5
1. INTRODUCCIÓN	6
2. MARCO TEÓRICO	8
2.1. Información no financiera	8
2.2. Informe de Gestión	9
2.3 Gobierno Corporativo.....	12
2.3.1. Informe Anual de Gobierno Corporativo	12
2.3.2 Código de Buen Gobierno	13
2.4. Principio “cumplir o explicar”	17
3. METODOLOGÍA.....	19
3.1. Muestra y base de datos	19
3.2. Variables que miden el grado de cumplimiento de las recomendaciones	20
4. RESULTADOS	22
4.1 Análisis descriptivo de las recomendaciones	22
4.2 Evolución temporal del cumplimiento de las recomendaciones	26
4.3 Análisis descriptivo de las explicaciones	27
4.4 Análisis de los indicadores que miden el cumplimiento de las recomendaciones	32
5. CONCLUSIONES	33
BIBLIOGRAFÍA	36
ANEXOS	39

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de la CNMV de 2006 y 2013	15
Tabla 2. Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de la CNMV de 2015	16
Tabla 3. Etapas en el proceso de obtención de datos	22
Tabla 4. Estadísticos descriptivos de las recomendaciones aplicables	23
Tabla 5. Estadísticos descriptivos de los índices que miden el grado de cumplimiento de las recomendaciones	25
Tabla 6. Contraste de medias de la evolución temporal del cumplimiento de recomendaciones.....	26
Tabla 7. Estadísticos descriptivos de las explicaciones no cumplidas.....	27
Tabla 8. Estadísticos descriptivos de las explicaciones cumplidas parcialmente	30
Tabla 9. Contraste de medias de los indicadores de buenas prácticas de gobierno corporativo	32

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Contenido del Informe de Gestión.....	12
Figura 2. Evolución del Código de Buen Gobierno.....	14
Figura 3. Recomendación del IAGC del 2016 de Día	18
Figura 4. Recomendación del IAGC del 2016 de Cellnex	19
Figura 5. Porcentaje de respuestas sobre las recomendaciones en el año 2015.....	24
Figura 6. Porcentaje de respuestas sobre las recomendaciones en el año 2016.....	24
Figura 7. Evolución temporal del cumplimiento de las recomendaciones	26
Figura 8. Porcentaje de las explicaciones no cumplidas en 2015	28
Figura 9. Porcentaje de las explicaciones no cumplidas en 2016	29
Figura 10. Porcentaje de las explicaciones cumplidas parcialmente en 2015	31
Figura 11. Porcentaje de las explicaciones cumplidas parcialmente en 2016	31

RESUMEN: La información no financiera está cobrando especial importancia con el paso de los años, debido a la mayor necesidad informativa por parte de los stakeholders. La información contenida en las Cuentas Anuales resulta escasa a la hora de tomar decisiones y valorar a las empresas de una manera más completa.

Este trabajo analiza la información no financiera contenida en el Informe Anual de Gobierno Corporativo, documento que forma parte del Informe de Gestión y es de obligado cumplimiento para entidades que cotizan en bolsa. Concretamente, se analiza el apartado G) del IAGC relacionado con el seguimiento de recomendaciones incluidas en el Código de Buen Gobierno de 25 empresas cotizadas en el IBEX-35 para los años 2015 y 2016.

Los resultados muestran un aumento en el cumplimiento de las recomendaciones entre el año 2015 y 2016. Además, aunque existe una mejora en las explicaciones proporcionadas por las empresas que no cumplen o cumplen parcialmente las recomendaciones, no es menos cierto que las explicaciones “específicas” representan todavía un porcentaje muy reducido. Por último, la principal contribución de este trabajo es la necesidad de analizar no sólo las recomendaciones cumplidas, sino también las explicaciones ligadas a las mismas, lo cual produce resultados significativamente diferentes.

ABSTRACT: The non-financial information is gaining special importance during the years, due to the bigger informative necessity needed by stakeholders. The information from annual accounts isn't enough when taking decisions and rating companies in a more complete way.

This paper analyzes the non-financial information contained in the Annual Corporate Governance Report, a document that is part of the Management Report and is mandatory for listed companies. Specifically, section G) of the IAGC is analyzed related to the follow-up of recommendations included in the Code of Good Governance of 25 companies listed on the IBEX-35 for the years 2015 and 2016.

The results show an increase in accordance with the recommendations between 2015 and 2016. In addition, although there is an improvement in the explanations provided by companies that do not or partially comply with the recommendations, it is not less true that their "specific" explanations still represent a very small percentage. Finally, the main contribution of this work is the need to analyze not only the recommendations fulfilled, but also the explanations linked to them, which produces significantly different results.

1. INTRODUCCIÓN

Con el paso de los años, la información no financiera, conocida también como información narrativa, ha cobrado especial importancia. Uno de los principales motivos es que la información financiera resulta escasa para los stakeholders y necesitan otra fuente de información con más contenido. Éstos la demandan para conocer mejor la situación de la empresa y poder actuar sobre ella de la mejor manera posible. Lo que buscan es una mayor credibilidad de la información que se les facilita, así como la transparencia por parte de la entidad que la proporciona.

Los estados financieros están formados por una serie de documentos, los cuales se recordarán a continuación, que incluyen tanto información financiera, como información no financiera. En primer lugar, se encuentran las Cuentas Anuales que están formadas en su mayoría por información financiera, la cual solamente informa sobre la situación pasada o actual de la empresa. Mientras que, por otro lado, se hace alusión al Informe de Gestión, acompañado por el informe de Auditoría, que proporciona una información mucho más amplia de la sociedad, como se explica a lo largo del trabajo, y es el principal documento de información narrativa o no financiera en España. De ahí, la importancia y la motivación por analizar estos documentos contables.

Por lo tanto, este trabajo se centrará en estudiar el Informe de Gestión y se hará en primer lugar un análisis teórico de él. A continuación, se analizará también con detenimiento el Informe Anual de Gobierno Corporativo, documento que a efectos teóricos forma parte del Informe de Gestión, pero que en la práctica se puede hablar de dos documentos completamente separados, pero complementarios. En especial, este trabajo se centra en el apartado *G) Seguimiento de las recomendaciones de buen gobierno*, el cual ha sido estudiado para llevar a cabo el trabajo de campo y lograr el objetivo que se cita a continuación. En este apartado, las empresas indican si han cumplido o no una serie de recomendaciones que son indicadores de las buenas prácticas de buen gobierno corporativo.

Cada vez se le da más importancia a la forma de medir las buenas prácticas de las empresas. En la literatura previa, se encuentran varios trabajos relacionados con el tema. Sin embargo, a la hora de medir las buenas prácticas, sólo tienen en cuenta el número o porcentaje de las recomendaciones cumplidas totalmente, usándolo como principal medidor de buenas prácticas de gobierno corporativo. Este trabajo pretende ir un paso más allá, midiendo las buenas prácticas de gobierno no sólo por las recomendaciones cumplidas, sino también analizando las explicaciones que proporcionan las empresas sobre aquellas recomendaciones no cumplidas o cumplidas sólo parcialmente.

Por tanto, el objetivo principal que ha motivado la realización de dicho trabajo es demostrar que medir las buenas prácticas de las empresas teniendo en cuenta las explicaciones “buenas” (llamadas específicas más adelante) que dan las empresas a las recomendaciones que no cumplen o que cumplen parcialmente, ofrece resultados significativamente distintos, que si se midieran excluyendo dichas explicaciones, como hacen la mayoría de trabajos. Por todo ello, y en consonancia con las directrices que emite la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, 2015) sobre el principio de “cumplir o explicar”, se considera que esta forma de medir las buenas prácticas ofrece unos resultados mucho más acordes con la realidad económica de las empresas. Además, se ha querido demostrar, que hay una clara evolución entre el año 2015 y 2016 en el cumplimiento de las recomendaciones y en la forma de redactar las explicaciones en cuanto a las recomendaciones que incumplen o cumplen parcialmente, así como el hecho de que a las empresas todavía les queda mucho margen de mejora a la hora de ofrecer las explicaciones de este tipo de recomendaciones. De esta manera, las hipótesis que se plantean en este trabajo y que respaldan los objetivos propuestos son las siguientes:

H1: La mayor parte de las recomendaciones propuestas por el Código de Buen Gobierno son cumplidas por las empresas.

H2: El cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno se ha incrementado en el año 2016 con respecto al año 2015.

H3: La mayoría de las explicaciones proporcionadas por las empresas sobre las recomendaciones no cumplidas (H3a) y sobre las recomendaciones cumplidas parcialmente (H3b), no son específicas (“buenas”).

H4: Las empresas proporcionan mejores explicaciones a las recomendaciones no cumplidas (H4a) y a las recomendaciones cumplidas parcialmente (H4b) con el paso del tiempo.

H5: Medir las buenas prácticas de gobierno corporativo, incorporando aquellas recomendaciones no cumplidas y cumplidas parcialmente, pero bien explicadas; ofrece resultados significativamente diferentes que midiéndolas sin tener en cuenta dichas explicaciones.

Para alcanzar estos objetivos, se ha querido mostrar mediante un marco teórico, todos los conceptos relacionados con el trabajo de campo que se va a llevar a cabo, y lograr que todo el público pueda obtener una visión factible sobre el tema del que trata. Así que, ha sido necesario la utilización de información secundaria proveniente de la legislación de nuestro país, artículos de revistas, como la conocida revista AECA (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas) y de algunos libros que contienen temas relacionados con la Contabilidad.

Dicho marco teórico, incluye en primer lugar una explicación de lo que se conoce como información narrativa o no financiera, haciendo hincapié en algunos de los problemas ocasionados en estos últimos años. Además, muestra detalladamente el contenido del Informe de Gestión, comentando sobre todo sus funciones y las partes que recoge. El trabajo continúa haciendo un análisis exhaustivo sobre el Informe Anual de Gobierno Corporativo y muestra la evolución que ha tenido el Código de Buen Gobierno desde su aparición, hasta la última actualización vigente. Por último, se habla del principio “cumplir o explicar”, dando especial relevancia a la Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio “cumplir o explicar” (CNMV, 2015), que ha sido imprescindible para poder realizar el trabajo de campo y obtener los resultados.

Para elaborar la parte de resultados, se ha realizado un análisis estadístico utilizando como muestra 25 empresas, obtenidas todas ellas del IBEX-35. Se ha analizado el apartado G., del Informe Anual de Gobierno Corporativo de cada una de ellas, obtenidos de la página web de la Comisión Nacional de Mercado de Valores. Por último, se han clasificado las recomendaciones no cumplidas y cumplidas parcialmente atendiendo a la clasificación de las explicaciones que se recoge en la Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio “cumplir o explicar” para poder interpretar, a partir de ahí los diferentes resultados obtenidos.

Para finalizar, se exponen las conclusiones logradas en dicho trabajo, consiguiendo demostrar el objetivo planteado inicialmente sobre la utilización de un buen índice que consiga medir las buenas prácticas de la empresa teniendo en cuenta las explicaciones correctas de las recomendaciones no cumplidas y cumplidas parcialmente mediante el análisis estadístico mencionado en el párrafo anterior, diferenciándose del resto de trabajos existentes en la literatura que analizan las buenas prácticas sin detenerse a estudiar las explicaciones que acompañan a las recomendaciones.

2. MARCO TEÓRICO

2.1. Información no financiera

Los problemas económicos ocasionados durante las últimas décadas, han generado una mayor necesidad de información no financiera. No es suficiente con los estados contables, es decir, la información financiera, sino que se ha visto un gran interés por este tipo de información (información narrativa) que es considerada fundamental para los grupos de interés o stakeholders.

El término de información no financiera, se entenderá mejor mediante la definición de Eccles y Krzus (2010):

“La información no financiera es un término amplio aplicable a toda información para accionistas y otros stakeholders que no es definida por una norma de contabilidad o un cálculo de una medida basada en una norma contable.”

Como bien afirman estos autores, no hay una norma de contabilidad específica que la regule, por lo que les ha llevado a plantearse la idea de un Marco Contable Único. Además, dicha idea proviene de la globalización económica, que ha traído consigo una gran necesidad de información financiera a escala mundial. Todo esto se ha visto afectado por una serie de obstáculos como son las barreras institucionales, sistemas de valores, etc. que dificultan la consecución del objetivo deseado.

En ningún momento se ha querido decir que la información financiera no sea relevante, pero se queda algo incompleta, ya que proporciona datos cuantitativos que no siempre sirven para tomar decisiones oportunas o bien para determinar el valor de la compañía. Por lo tanto, para complementar que la toma de decisiones sea la correcta, entra en juego el papel de la información no financiera, creándose así un documento conocido como el “Informe de Gestión”, al cual se hará referencia en el siguiente punto. Además, este documento está relacionado con aspectos sociales, económicos y medioambientales que están adquiriendo especial importancia en estos últimos años.

Con el paso del tiempo, el contenido de estos informes se ha visto incrementado notablemente. Cuanta más información exista, mejor se van a cumplir las necesidades de los grupos de interés. Pero también hay que tener en cuenta, que quizás sea un error proporcionar tanta información, ya que puede ocasionar una mala toma de decisiones y además empeorar la credibilidad de dicha información.

Este hecho está generando debate sobre si es la empresa la que tiene que decidir qué información proporcionar, y sobre la existencia de una regulación específica que nos guíe a la hora de mostrarla al público. Muchas veces, las compañías ponen a disposición de los stakeholders información que nadie les ha demandado, pero son ellos mismos los que obligan a las empresas a ser transparentes e ir más allá de la normativa legal.

Como consecuencia de lo anterior, obtenemos la información integrada, ya que las empresas complementan su información financiera voluntaria con la información no financiera. Dicha información será dirigida a todos los stakeholders siendo además más rica y estando asentada en un contexto más amplio. Como dice Druckman (2014), “el informe integrado conduce a una economía mundial más resistente”.

El concepto de informe integrado se puede percibir de manera confusa, considerándolo como la suma de los diferentes informes, pero hay autores que advierten de los errores. Según Sanchez (2014) señala que “el fallo más nombrado por los expertos es creer que el reporte integrado es simplemente la suma de diferentes informes”.

Por lo tanto, se trata de una herramienta de comunicación mediante la cual no se pierde información y por la que se intenta avanzar hacia un sistema de reporting no financiero.

Con el reporting no financiero se quiere conseguir aumentar la transparencia y el rendimiento de las empresas en materia medioambiental y social, y gestionar mejor los riesgos y las oportunidades de carácter no financiero. Además, la divulgación de información no financiera resulta esencial para la transición hacia una economía mundial sostenible. Se calcula que afectará a unas 6.000 compañías de la UE, de ellas entre 500 y 600 españolas. Solo formarán parte de este proceso las grandes empresas. Las pequeñas y medianas empresas han quedado exentas de esta nueva obligación de informar por el elevado coste que les pueda suponer.

Otro de los aspectos a tener en cuenta de la información narrativa, es su capacidad predictiva. Hay varios estudios que lo demuestran, en especial, el estudio llevado a cabo por Epstein y Pava (1993) en el cual nos revela que un 49 por ciento de los eventos importantes acontecidos en las empresas de su muestra, habían sido pronosticados en los informes no financieros de ejercicios anteriores. Con esto se consigue una mayor confianza por parte de los analistas a la hora de llevar a cabo sus predicciones. Vanstraelen et al. (2003) documentan la asociación de la información narrativa previsional con una menor dispersión y una mayor seguridad en los pronósticos de los analistas.

Para seguir desarrollando este trabajo, se tratará con detenimiento en los siguientes epígrafes el Informe de Gestión, y seguidamente se hará hincapié en el Gobierno Corporativo.

2.2. Informe de Gestión

Una vez visto el concepto de información no financiera, se hace referencia en este apartado al Informe de Gestión. Aunque el trabajo se centra en el Informe Anual de Gobierno Corporativo que forma parte de él, es necesario explicar primero el Informe de Gestión para, más adelante, abordar la información contenida en el Informe Anual de Gobierno Corporativo.

Es imprescindible saber que los documentos obligatorios de los Estados Financieros son: las cuentas anuales (el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, la memoria, el estado de cambios del patrimonio neto y el estado de flujos de efectivo); el Informe de Auditoría y el Informe de Gestión. Pero según el artículo 262.3 del vigente Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (TRLSC), exige de presentar el Informe de Gestión a aquellas empresas que formulen balance y estado de cambios en el patrimonio neto abreviados.

Una buena definición del Informe de Gestión se puede encontrar en el artículo 262 de la Ley de Sociedades de Capital y también aparece de forma similar en el artículo 49 del Código de Comercio:

"...El informe de gestión habrá de contener una exposición fiel sobre la evolución de los negocios y la situación de la sociedad, junto con una descripción de los principales riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta."

La exposición consistirá en un análisis equilibrado y exhaustivo de la evolución y los resultados de los negocios y la situación de la sociedad, teniendo en cuenta la magnitud y la complejidad de la misma.

En la medida necesaria para la comprensión de la evolución, los resultados o la situación de la sociedad, este análisis incluirá tanto indicadores clave financieros como, cuando proceda, de carácter no financiero, que sean pertinentes respecto de la actividad empresarial concreta, incluida información sobre cuestiones relativas al medio ambiente y al personal.

Informará igualmente sobre los acontecimientos importantes para la sociedad ocurridos después del cierre del ejercicio, la evolución previsible de aquélla, las actividades en materia de investigación y desarrollo y, en los términos establecidos en esta ley, las adquisiciones de acciones

propias... ”

Este documento está elaborado y firmado por los administradores de la empresa y tendrán para ello un plazo de tres meses como máximo después del cierre del ejercicio. Existe un plazo de un mes para emitirlo después de que se hayan entregado las cuentas firmadas por los administradores. Es necesario la intervención de los auditores para revisarlo y poder emitir una opinión sobre si la información que recoge es verídica y si guarda coherencia con los registros contables y el resto de información que aparece en las cuentas anuales.

La finalidad de este documento es simplemente explicativa, es decir, relata *cómo* se han conseguido los hechos ocurridos en la compañía y *porqué* se han hecho así, mientras que los estados contables lo que muestran es *qué* es lo que ha sucedido, es decir, solamente informan. Pero lo que se ha de mostrar en el Informe de Gestión es un análisis de la evolución y los resultados de la empresa, la situación de la misma en la actualidad y los acontecimientos más importantes que hayan sucedido a lo largo del ejercicio.

Con esto, lo que se consigue es obtener un documento que mejora la comunicación entre la compañía y los stakeholders, al mismo tiempo que complementa la información proporcionada por las cuentas anuales.

Los aspectos mínimos a publicar en el documento por aquellas empresas grandes o grupos que sean entidades de interés público y tengan más de 500 trabajadores al terminar el ejercicio, se recogen en la Directiva 2014/95/UE de 22 de octubre de 2014 sobre divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos. El objetivo perseguido es el de dar cuenta de la gestión de la transición hacia una economía mundial sostenible, por lo que los aspectos mínimos a incorporar serían los siguientes:

- **Aspectos relacionados con el medio ambiente:** debe incluir la información detallada sobre los efectos actuales y previsibles de las actividades de la empresa en el medio ambiente, la salud y la seguridad, el uso de energía renovable o no renovable, emisiones de gases de efecto invernadero o consumo de agua y la contaminación atmosférica.
- **Aspectos relacionados con cuestiones sociales y relativas al personal:** hace referencia a medidas adoptadas para garantizar la igualdad de género, las condiciones de trabajo, salud y seguridad en el lugar de trabajo.
- **Aspectos relativos al gobierno corporativo:** engloba políticas en relación a los órganos administrativos de dirección y/o supervisión de la empresa basadas en cuestiones como la edad, la formación y experiencia profesional.

Se trata de un documento no estandarizado, es decir, no hay una legislación establecida la cual indique las pautas necesarias a seguir para poder plasmar la información en dicho documento. La Directiva antes mencionada nos puede facilitar el contenido a incluir en el documento, pero en ningún momento es obligatorio seguir con precisión lo expuesto en la misma. Por tanto cada entidad realiza a su manera el Informe de Gestión, provocando en los inversores interesados dificultades a la hora de comparar el documento con diferentes empresas. Conforme a lo anterior, se está viendo la necesidad de homogeneizar el documento.

Dicho esto, es imprescindible mencionar la guía establecida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, conocida como la *Guía para la elaboración del Informe de Gestión de las empresas cotizadas* (2013). Con ella se conocen una serie de recomendaciones las cuales pueden ser seguidas de manera voluntaria por la entidad, pero que facilita la comunicación entre los usuarios externos, así como la obtención de una estructura coherente para todo tipo de público. Se encuentra dividida en nueve partes, mediante las cuales se indica el contenido posible a introducir

en el Informe de Gestión:

1. **Situación de la entidad.** Se encuentra dividida en dos partes. Por un lado, *La estructura organizativa* donde se encuentra información relacionada con la estructura organizativa y la toma de decisiones en la gestión del negocio para situar en contexto la gestión de la entidad. Por otro lado, *El funcionamiento*, haciendo referencia a información sobre objetivos, proyectos y planes de la empresa.
2. **Evolución y resultados de los negocios.** Se explicarán los efectos que han tenido las decisiones tomadas sobre el rendimiento y la evolución de la entidad y se conseguirá mostrar la situación final que se ha alcanzado. Para ello se divide el epígrafe en dos apartados; uno, el de *los indicadores de carácter financiero y no financiero* y el otro apartado, trata sobre *las cuestiones relativas al medioambiente y al personal*.
3. **Liquidez y recursos de capital.** Se trata de una sección importante donde la empresa mostrará el origen de los recursos financieros y para qué serán destinados en un futuro. Todas las obligaciones contractuales que supongan una salida de dinero también se podrán encontrar en este apartado.
4. **Principales riesgos e incertidumbres.** Deberán de publicar los riesgos a los que la entidad está expuesta, clasificándolos en riesgos operativos, riesgos financieros o riesgos de crédito/liquidez.
5. **Circunstancias relevantes ocurridas tras el cierre del ejercicio.** Se comentarán las circunstancias más importantes y se explicarán las consecuencias que pueden darse de ellas así como la posible manera de afrontarlas.
6. **Información sobre la evolución previsible de la entidad.** Debe aparecer la información anterior recogida en los estados financieros para tener una mejor perspectiva de la evolución de la entidad.
7. **Actividades de I+D+I.** Dependiendo del sector al que pertenezca la entidad, se mostrará de mejor o peor manera, pero siempre es importante, ya que están unidas al futuro de la sociedad.
8. **Adquisiciones y enajenación de acciones propias.** Deberán informar a los usuarios sobre estas transacciones, ya que pueden variar el valor de la entidad y afectar a los accionistas por lo que necesitarán saber cuál es el objetivo de los cambios que se puedan producir.
9. **Información relevante.** Dentro de este punto se encuentra *La evolución bursátil*, donde se pondrá a disposición del público este tipo de información para poder anticiparse a los hechos que puedan afectar al inversor. Además, recoge *otra información* donde se mostrarán los hechos que la entidad considere oportunos para el conocimiento de la sociedad.

Figura 1. Contenido del Informe de Gestión

1. Situación de la entidad	2. Evolución y resultado de los negocios	3. Liquidez y recursos de capital
4. Riesgos e incertidumbres	5. Circunstancias relevantes tras el cierre de ejercicio	6. Información sobre la evolución previsible de la entidad
7. Actividades I+D+I	8. Adquisiciones y enajenación de acciones propias	9. Información relevante

Fuente: Elaboración propia a partir de Gonzalo Angulo & Garvey (2015)

Por último, se puede decir que el Informe de Gestión es un documento apenas conocido por los universitarios de La Rioja durante el Grado de Administración y Dirección de Empresas. En ninguna asignatura relacionada con la Contabilidad se ha mencionado. Se trata de un documento muy útil para inversores y grupos de interés en el que pueden encontrar toda la información relevante en cuanto a la evolución de la entidad. Ésta solo podrá estar incluida en uno de los documentos contables, es decir, no se permite la duplicidad de información. Siguiendo a Gonzalo Angulo y Garvey (2015), los cuatro objetivos atribuidos al informe de gestión son:

- Suministrar una información fiel de la evolución y la situación de la entidad.
- Poner de manifiesto tanto riesgos e incertidumbres como oportunidades
- Complementar la información contenida en las cuentas anuales.
- Que se trate de información relevante, fiable, comprensible, oportuna y útil para los usuarios.

Se consigue con ello un documento muy completo y con una gran claridad en contenido al cual pueden acceder los usuarios sin problemas de comprensión. Además, con la guía antes mencionada, se ha logrado estandarizarlo en la medida de lo posible facilitando aún más la comparación entre documentos de diferentes entidades cotizadas.

2.3 Gobierno Corporativo

2.3.1. Informe Anual de Gobierno Corporativo

El Informe Anual de Gobierno Corporativo hace referencia a un informe complementario del documento explicado anteriormente. Tiene por objeto facilitar una información completa y razonada sobre las estructuras y prácticas de gobierno corporativo de las sociedades emisoras de

valores cotizados, a fin de que los inversores y otros usuarios de la información puedan formarse una opinión fundada.

Según la Directiva 2006/46 se establece la obligación de publicar este informe a las sociedades cotizadas.

“Las sociedades cuyos valores se hayan admitido a cotización en un mercado regulado y que tengan su sede social en la Comunidad, deben ser obligadas a publicar un informe anual de gobierno corporativo como una sección específica y claramente identificable del informe de gestión.”

Es conocido también con la abreviación IAGC (Informe Anual de Gobierno Corporativo). Son documentos comunicados a la CNMV y que se publican en la página web de la misma. El plazo de publicación es de cuatro meses máximo desde la finalización del ejercicio económico del emisor y antes de la fecha en la que se publique oficialmente la convocatoria de la junta general ordinaria o del órgano que resulte competente para la aprobación del informe financiero anual correspondiente al mismo ejercicio que el mencionado informe.

En cuanto al contenido, se puede ver que este documento presenta una estructura clara de las partes que lo componen a diferencia del Informe de Gestión. En este caso, es fácil de cumplimentar porque se encuentra dividido en subapartados, los cuales solo hay que rellenar. El contenido mínimo que se debe establecer es el siguiente:

- A. Estructura de la propiedad
- B. Junta General
- C. Estructura de la administración de la sociedad
- D. Operaciones vinculadas y operaciones intragrupo
- E. Sistemas de control y gestión de riesgos
- F. Sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera (SCIIF)
- G. Grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo

Se centra el resto del trabajo, sobre todo en este último apartado sobre el *Grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo*. En el Código de Buen Gobierno, la CNMV ha redactado un gran número de recomendaciones por lo que las entidades obligadas a redactar este documento deben expresar si cumplen, cumplen parcialmente, no cumplen o no son aplicables en su ámbito. Pero es algo que se detallará más adelante y sobre lo que trata el trabajo de campo.

2.3.2 Código de Buen Gobierno

Existe un Código de Buen Gobierno para las entidades cotizadas mediante el cual, atienden a las recomendaciones mencionadas anteriormente. Les ayuda a realizar el apartado *Grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo*, correspondiente a la letra G del Informe Anual de Gobierno Corporativo. Por lo tanto, este epígrafe consistirá en relatar la trayectoria del Código de Buen Gobierno y su evolución a lo largo de estos últimos años.

El primer documento fue el Código de Buen Gobierno Unificado aprobado el 22 de mayo del 2006 por la CNMV, dentro del cual se encuentran recomendaciones del Código Olivencia (1998) y el Aldama (2003). Se aprecian 58 recomendaciones que están dirigidas a exigir una mayor transparencia a las empresas y a la protección del accionista minoritario. Además se tienen en cuenta los principios de voluntariedad, haciendo referencia al principio “cumplir o explicar”, del

cual se hablará más adelante, así como, el principio de generalidad, por estar dirigido a entidades que cotizan en bolsa sin tener en cuenta su tamaño y nivel de capitalización.

Como consecuencia de la crisis financiera internacional, se ha visto un gran incremento de las buenas prácticas relacionadas con el gobierno corporativo por culpa de la importancia que se le da a la gestión de las sociedades cotizadas. Buscan una manera adecuada y transparente para generar valor en las empresas, mejorar la eficiencia económica y reforzar la confianza de los inversores.

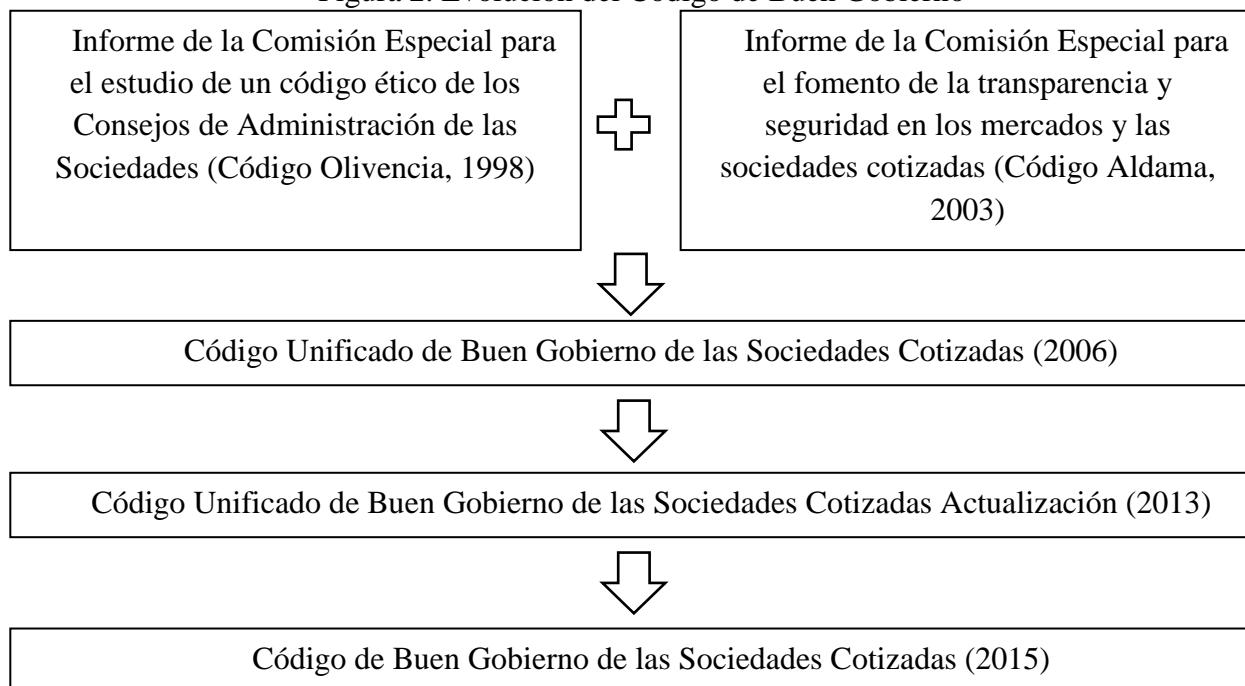
Con el paso del tiempo, se desarrollan iniciativas legales que modifican las recomendaciones antes mencionadas en el Código Unificado de Buen Gobierno y aparece en el año 2013 una actualización parcial del Código Unificado aprobada por el consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Dicha actualización se compone de 53 recomendaciones, 5 menos que en el Código anterior. En la Tabla 1 se pueden ver claramente las 5 recomendaciones que ya no forman parte del Código parcial del 2013.

Dentro de dicho documento se pueden encontrar tres características principales. Al igual que en el Código de Buen Gobierno del 2006, encontramos como características en este documento la voluntariedad, con sujeción al principio “cumplir o explicar” y la generalidad. Pero aparece una nueva que es la evaluación por el mercado mediante la cual la CNMV nos dice que corresponderá a los accionistas, a los inversores y, en general, a los mercados, valorar las explicaciones que las sociedades cotizadas den sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones.

La actualización vigente hoy en día es la del 2015, en la cual se volvió a realizar una modificación de las recomendaciones. Está dividida en tres apartados, pero son de más importancia el que habla de los principios y el que muestra las recomendaciones, llegando a 64 recomendaciones.

A continuación, se puede ver un claro esquema el cual muestra la evolución que ha tenido el Código de Gobierno Corporativo desde su nacimiento hasta la fecha de hoy:

Figura 2. Evolución del Código de Buen Gobierno



Fuente: Elaboración propia a partir de Velasco Gómez, Puentes Poyatos y Vilar Hernández (2010)

Además, se comentarán las modificaciones efectuadas en las recomendaciones desde el primer código aprobado hasta el código vigente actualmente.

Como muestra la Tabla 1, se puede observar un claro parecido en la estructura de los códigos de 2006 y de 2013. Los dos se dividen en cuatro partes. La primera de ellas detalla las recomendaciones relacionadas con los estatutos y la junta general. En la segunda se hace referencia al consejo de administración. La tercera parte recoge recomendaciones que pueden afectar a los consejeros mientras que la última engloba las que tienen relación con las comisiones. La única diferencia que se aprecia entre estos dos documentos es la supresión de cinco recomendaciones, las cuales hacen referencia a las recomendaciones 11, 29, 35, 40 y 41 del Código Unificado de Buen Gobierno del 2006. Por tanto, como ya se ha citado anteriormente, se consigue tener 53 recomendaciones frente a las 58 que recogía el primer Código.

Sin embargo, en el código vigente actual (Código de Buen Gobierno de 2015), los apartados cambian con respecto a los anteriores. Según se aprecia en la Tabla 2 existen tres apartados: aspectos generales, junta general de accionistas y consejo de administración. Además, como ya se ha mencionado, este último documento recoge 64 recomendaciones, apareciendo 11 más que en el Código de Buen Gobierno de 2013. Todo esto surge para lograr los objetivos de velar por el adecuado funcionamiento de los órganos de gobierno y administración de las empresas españolas para conducir las a las máximas cotas de competitividad; de generar confianza y transparencia para los accionistas e inversores nacionales y extranjeros; de mejorar el control interno y la responsabilidad corporativa de las empresas españolas, y de asegurar la adecuada segregación de funciones, deberes y responsabilidades en las empresas, desde una perspectiva de máxima profesionalidad y rigor (CNMV, 2015).

Tabla 1. Recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de la CNMV de 2006 y 2013

Recomendaciones	Aspectos en los que se basan las recomendaciones	Nº recomendaciones en Código 2006	Nº recomendaciones en Código 2013
Estatutos y junta general	Limitaciones estatutarias	1	1
	Cotización de sociedades integradas en grupos	2	2
	Competencias de la junta	3	3
	Información previa sobre propuestas de acuerdo	4	4
	Votación separada de asuntos	5	5
	Fraccionamiento del voto	6	6
Consejo de administración	Interés social	7	7
	Competencias de consejo	8	8
	Tamaño	9	9
	Estructura funcional	10	10
	Otros consejeros	11	Desaparece
	Relación consejeros dominicales e independientes	12	11
	Número suficiente de consejeros independientes	13	12
	Explicación del carácter de los consejeros	14	13
	Diversidad de género	15	14

	Presidente	16-17	15-16
	Secretario	18	17
	Desarrollo de las sesiones	19-20-21	18-19-20
	Evaluación periódica	22	21
	Información de los consejeros	23-24-25	22-23-24
	Dedicación	26	25
De los consejeros	Selección, nombramiento y reelección	27	26
	Información pública sobre consejeros	28	27
	Rotación de consejeros independientes	29	Desaparece
	Cese y dimisión	30-31-32-33-34	28-29-30-31-32
	Retribuciones	35-36-37-38-39	(Desaparece nº35) 33-34-35-36
	Votación consultiva por junta general	40	Desaparece
	Transparencia de retribuciones individuales	41	Desaparece
De las comisiones	Comisión delegada	42-43	37-38
	Comisión de supervisión y control	44-45	39-40
	Comité de auditoría	46-47-48-49-50-51-52-53	41-42-43-44-45-46-47-48
	Comisiones de nombramientos y retribuciones	54-55-56-57-58	49-50-51-52-53

Fuente: Elaboración propia a partir del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de 2006 y 2013

Tabla 2. Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de la CNMV de 2015

Recomendaciones	Aspectos en los que se basan las recomendaciones	Nº recomendaciones en Código 2015
Aspectos generales	Limitaciones estatutarias	1
	Cotización de sociedades integradas en grupos	2
	Información sobre el seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo	3
	Reuniones y contactos con accionistas, inversores institucionales y asesores de voto	4
	Ejercicio de la facultad delegada de emisión de acciones o valores convertibles con exclusión del derecho de suscripción preferente	5
Junta general de accionistas	Transparencia informativa y voto informado	6-7-8
	Asistencia y participación en la junta general de accionistas	9-10

	Política sobre primas de asistencia	11
Consejo de administración	Responsabilidad del consejo de administración	12
	La estructura y composición del consejo de administración	13-14-15-16-17-18-19-20-21-22-23-24
	El funcionamiento del consejo de administración	25-26-27-28-29-30-31-32-33-34-35-36
	La organización del consejo de administración	37-38-39-40-41-42-43-44-45-46-47-48-50-51-52-53
	La responsabilidad social corporativa	54-55
	Remuneraciones de consejeros	56-57-58-59-60-61-62-63-64

Fuente: Elaboración propia a partir del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de 2015

A modo de conclusión, se pueden comentar en este epígrafe los beneficios que se han obtenido con el último Código establecido. Lo que se consigue es una gran confianza de los inversores en las entidades que cotizan en Bolsa y así poder invertir sin las preocupaciones que estos tenían los años anteriores a la crisis. Desean obtener la mayor información posible y sobre todo que esté perfectamente detallada, por lo que con éste documento se ha conseguido el propósito de los inversores.

2.4. Principio “cumplir o explicar”

Por último, se hablará del principio “cumplir o explicar”, mencionado en el apartado anterior. Es de utilidad conocer bien en que se basa, sobre todo porque el marco práctico, el cual se analiza a continuación, se centra en cómo las entidades explican las recomendaciones no cumplidas y las cumplidas parcialmente atendiendo a las normas impulsadas por este principio.

Su aparición tiene lugar con la aprobación del Código Aldama en el año 2003. Lo que se quiere conseguir con él es un adecuado cumplimiento de las explicaciones que se dan en las recomendaciones del apartado G del Informe Anual de Gobierno Corporativo, *Grado de seguimiento de las recomendaciones*. Por lo que está dirigido a todas aquellas entidades que cotizan en bolsa y tienen la obligación de cumplimentar dicho informe.

Este principio consiste en realizar una explicación clara y concisa de las recomendaciones que no son cumplidas y las que se cumplen parcialmente por las entidades. El no cumplir la explicación no quiere decir que sea algo negativo para la compañía, siempre y cuando la aclaración que ellos muestren justifique de manera correcta el incumplimiento de la recomendación.

En los últimos años, se puede ver que su aplicación no está siendo del todo correcta. Principalmente en lo referente a la calidad de la información de aquellas recomendaciones que incumplen. Por lo que para evitar que eso siga ocurriendo, se establece la *Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio “cumplir o explicar”* publicada por la CNMV en julio de 2016.

La Guía quiere conseguir orientar a las entidades cotizadas que tengan que cumplimentar el Informe Anual de Gobierno Corporativo sobre cómo deberían ser las explicaciones de las recomendaciones que no cumplen y lograr con esto el problema planteado en el párrafo anterior

sobre la calidad de la información.

Además, la Comisión Europea publicó una Recomendación en el año 2014 *sobre la calidad de la información presentada en relación con la gobernanza empresarial* (“cumplir o explicar”), la cual está recogida dentro de la Guía. Con ello se quiere motivar a las entidades que no cumplen las recomendaciones para expresar explicaciones con una mayor calidad de la que lo hacían anteriormente.

Atendiendo a la Sección III “*Calidad de las explicaciones en caso de no aplicación de un código*” de la Recomendación, hace referencia a lo siguiente:

“...Obliga a las empresas admitidas a cotización a dar explicaciones en caso de no aplicación de las recomendaciones del código al que estén sujetas o que hayan decidido aplicar voluntariamente.

Las empresas deberían indicar claramente qué recomendaciones específicas no han aplicado, y, para cada caso de no aplicación de una recomendación individual:

- a) explicar de qué manera han desatendido esa recomendación;*
- b) describir las razones para ello;*
- c) describir cómo adoptaron la decisión de desatender la recomendación;*
- d) cuando la no aplicación sea temporal, explicar cuándo prevén atender una recomendación específica;*
- e) cuando proceda, describir la medida adoptada en lugar del cumplimiento de la recomendación y explicar cómo contribuye esa medida al logro del objetivo subyacente de la recomendación específica o del código en su conjunto; o aclarar cómo contribuye a la buena gobernanza empresarial.*

La información mencionada en el apartado 8 debería ser lo suficientemente clara, exacta y completa como para permitir que los accionistas, los inversores y otras partes interesadas evalúen las consecuencias derivadas de la no aplicación de una recomendación específica...”

Para finalizar con el apartado, se mostrará un ejemplo de una recomendación la cual no ha sido cumplida en su totalidad y otro en donde la recomendación ha sido cumplida parcialmente. En ambos casos, se ha seleccionado una recomendación que recoge todos los apartados que se mencionan en la sección anterior y que cumple con una buena explicación. Se consiguen mediante la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, obteniendo de ella el Informe Anual de Gobierno Corporativo de las empresas que cotizan en el IBEX 35.

Figura 3. Recomendación del IAGC del 2016 de Día

48. Que las sociedades de elevada capitalización cuenten con una comisión de nombramientos y con una comisión de remuneraciones separadas.

Cumple ☐

Explicue ☒

No aplicable ☐

El Consejo de Administración ha valorado cuidadosamente esta posibilidad y ha preferido mantener la estructura actual de esta única Comisión por el momento, y sin que ello prejuzgue futuras decisiones en sentido distinto. Las razones que justifican esta decisión son (a) la alta capacidad y preparación de los actuales miembros de la Comisión, cuya experiencia acumulada en las materias propias de la Comisión aconseja la actuación de forma conjunta e interactiva, lo que redundará en una labor más eficaz y productiva; (b) el número reducido de consejeros ejecutivos (solo 1), lo que facilita el tratamiento de estas materias; (c) la experiencia acumulada en estos primeros 6 años desde la salida a bolsa de la Compañía, que permite afirmar que las tareas han sido acometidas de forma competente, oportuna y con buenos resultados; y (d) la composición y tamaño del Consejo con solo diez miembros y la estructura societaria relativamente sencilla del Grupo.

Fuente: Informe Anual de Gobierno Corporativo de DISTRIBUIDORA DE ALIMENTACIÓN, S.A. (2016).

Figura 4. Recomendación del IAGC del 2016 de Cellnex

6. Que las sociedades cotizadas que elaboren los informes que se citan a continuación, ya sea de forma preceptiva o voluntaria, los publiquen en su página web con antelación suficiente a la celebración de la junta general ordinaria, aunque su difusión no sea obligatoria:

- a) Informe sobre la independencia del auditor.
- b) Informes de funcionamiento de las comisiones de auditoría y de nombramientos y retribuciones.
- c) Informe de la comisión de auditoría sobre operaciones vinculadas.
- d) Informe sobre la política de responsabilidad social corporativa.

Cumple ☐ Cumple parcialmente ☒ Explique ☐

Se cumplen los apartados a), b) y c).

No se cumple el apartado d) al no existir una política de responsabilidad corporativa con todo el contenido que requiere la recomendación 54. Ahora bien, la Sociedad reportó información detallada sobre responsabilidad social corporativa en el informe anual integrado correspondiente al ejercicio 2015, formulado por el Consejo el 25 de febrero de 2016 y publicado en la página web con ocasión de la convocatoria de la Junta General Ordinaria.

Fuente: Informe Anual de Gobierno Corporativo de CELLNEX, S.A. (2016)

Además, otro aspecto a destacar de la Figura 3 y 4, es que las posibles respuestas a marcar en ellas no son las mismas en ambas recomendaciones. Por lo que, solamente, de las 64 recomendaciones que se recogen actualmente en el Informe Anual de Gobierno Corporativo, 19 de ellas, son las que muestran las cuatro posibles respuestas, que son: cumple, cumple parcialmente, explique y no aplicable. Por lo que en el resto, solo existe la posibilidad de marcar tres respuestas.

3. METODOLOGÍA

3.1. Muestra y base de datos

Para poder llevar a cabo este trabajo, se ha tenido que realizar con anterioridad una base de datos. La base de datos recoge empresas del IBEX-35, es decir, aquellas empresas con un mayor volumen de cotización en bolsa. Como ya se ha comentado anteriormente, estas empresas, están obligadas a presentar el Informe Anual de Gobierno Corporativo, principal motivo por el que se estudian.

Como bien recoge su nombre, el IBEX-35 está formado por las 35 empresas con más liquidez que cotizan en el Sistema de Interconexión Bursátil integrado por las cuatro Bolsas Españolas (Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao). Pero no se han analizado las 35 empresas, ya que se ha creído conveniente eliminar de la base de datos aquellas empresas que pertenecen a sectores financieros (bancos, empresas aseguradoras, inmobiliarias, sociedades de inversión...) por tener una normativa diferente a la hora de llevar a cabo el Informe de Gestión y a su vez el Informe Anual de Gobierno Corporativo. Otra de las empresas que se ha descartado es Arcelormittal, S.A. El motivo por el cual se hace, es que entre los años 2010 y 2016 había años en los que cotizaba y otros en los que no, además presentaba cuentas anuales extranjeras y no presentaba el Informe Anual de Gobierno Corporativo. Por lo tanto, se eliminan un total de 10 empresas, 9 por tratarse de empresas pertenecientes al sector financiero y una última por el motivo antes comentado, y se continua el análisis con una muestra de 25 empresas.

Una vez establecido el número de empresas que formarán parte de la base de datos, se seleccionan los años que se van a analizar. Se ha optado por el año 2015 y 2016 que es cuando se

introduce el último Código de Buen Gobierno vigente en España, y mediante el cual se va a poder analizar de mejor forma el cumplimiento de las recomendaciones. Además, esto permitirá ver las repercusiones que puede tener con respecto a los anteriores Códigos establecidos.

Determinados ya los datos a analizar, se acude a la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores donde se encuentra el Informe Anual de Gobierno Corporativo de cada empresa y de los años escogidos.

Se crea la base de datos, analizando en primer lugar el número de recomendaciones cumplidas, cumplidas parcialmente, las no cumplidas y las no aplicables de cada empresa; para los años, 2015 y 2016. Esto ha supuesto el análisis exhaustivo de 50 documentos en total (50 observaciones).

En segundo lugar, se hace hincapié en las recomendaciones no cumplidas y las recomendaciones cumplidas parcialmente, intentando clasificarlas dependiendo de las explicaciones que las empresas dan al no cumplirlas. Para llevar a cabo la clasificación, se ha utilizado como base la ya mencionada *Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio “cumplir o explicar”*. Dentro de ella, se encuentra la siguiente clasificación para las explicaciones que aportan las empresas a las recomendaciones no cumplidas o cumplidas sólo de manera parcial:

- **Redundantes:** aquellas que se limitan a reiterar el no seguimiento de la recomendación, o a indicar la existencia de un seguimiento parcial.
- **Generales:** aquellas que no están de acuerdo con el contenido de la recomendación, pero no incluyen los motivos concretos que justifican el no seguimiento.
- **Alternativas:** aquellas que incluyen información adicional sobre los criterios que han visto convenientes a la hora de seguir la recomendación, sin incluir las causas concretas y específicas por las que no se ha cumplido.
- **Transitorias:** aquellas en las que la empresa te da a entender que en un futuro puede llegar a cumplir con la recomendación, pero que no incluye motivos concretos por los cuales en ese momento no la está cumpliendo.
- **Específicas:** aquellas en las que la empresa indica claramente los motivos por los cuales no lleva a cabo el cumplimiento de la recomendación.

3.2. Variables que miden el grado de cumplimiento de las recomendaciones

En base a los datos recolectados anteriormente, la base de datos con la que se ha elaborado el trabajo empírico recoge las siguientes variables para cada observación (25 empresas analizadas en 2 años, un total de 50 observaciones):

- Variables que miden el cumplimiento o no cumplimiento de las recomendaciones:
 - Recomendaciones cumplidas.
 - Recomendaciones cumplidas parcialmente.
 - Recomendaciones no cumplidas.
 - Recomendaciones no aplicables.
- Variables que analizan las explicaciones de las recomendaciones no cumplidas:
 - Explicaciones redundantes
 - Explicaciones generales
 - Explicaciones alternativas
 - Explicaciones transitorias
 - Explicaciones específicas

- Variables que analizan las explicaciones de las recomendaciones cumplidas parcialmente:
 - Explicaciones redundantes
 - Explicaciones generales
 - Explicaciones alternativas
 - Explicaciones transitorias
 - Explicaciones específicas

Por último, se han creado cuatro indicadores, que representan las buenas prácticas de gobierno corporativo y constituyen la parte fundamental del trabajo empírico. Estos índices se centran en medir el cumplimiento de las recomendaciones propuestas por el Código de Buen Gobierno (2015). Más adelante, podremos ver los resultados de ellas y llegar a una conclusión sobre dicho tema.

La primera variable es conocida como **Recomendaciones cumplidas totalmente (CT)**. Está formada por el número de recomendaciones cumplidas entre el total de recomendaciones, pero sin tener en cuenta las recomendaciones no aplicables.

$$CT = \frac{\text{Nº de recomendaciones que "cumple"}}{\text{Nº de recomendaciones totales} - \text{Nº de comendaciones "no aplicable"}}$$

La segunda variable es denominada como **Recomendaciones cumplidas total y parcialmente (CTP)**. Este indicador recoge tanto las recomendaciones cumplidas total como parcialmente, y se divide por el número de recomendaciones que son aplicables para cada empresa, como en el caso anterior.

$$CTP = \frac{\text{Nº de recomendaciones que "cumple"} + \text{Nº de recomendaciones que "cumple parcialmente"}}{\text{Nº de recomendaciones totales} - \text{Nº de comendaciones "no aplicable"}}$$

En tercer lugar, las **Recomendaciones cumplidas total y parcialmente ponderadas (CTPP)**. Con esta variable se pondera el cumplimiento de las recomendaciones, asignando un valor de 1 a las recomendaciones cumplidas totalmente y un valor de 0,5 a las recomendaciones cumplidas parcialmente. Una vez obtenido este resultado, se divide entre el total de las recomendaciones, pero sin incluir las recomendaciones no aplicables.

$$CTPP = \frac{\text{Nº de recomendaciones que "cumple"} \cdot 1 + \text{Nº de recomendaciones que "cumple parcialmente"} \cdot 0,5}{\text{Nº de recomendaciones totales} - \text{Nº de comendaciones "no aplicable"}}$$

La última y cuarta variable, la más compleja, se llama **Recomendaciones cumplidas total y parcialmente y explicadas ponderadas (CTPEP)**. Al índice construido anteriormente, le añadimos las explicaciones que las empresas otorgan a aquellas recomendaciones no cumplidas o cumplidas parcialmente. De este modo, a aquellas recomendaciones no cumplidas, pero con una explicación *específica* (correcta) de las mismas, se le asigna un valor de 1, equiparándolas con las recomendaciones cumplidas. Del mismo modo, aquéllas recomendaciones cumplidas parcialmente, pero que son explicadas de manera *específica* (correcta) por la parte que no cumplen, se les asigna un valor número de 1, tratándolas como recomendaciones cumplidas totalmente. Así,

no sólo hacemos hincapié en el número de recomendaciones cumplidas, sino también en las explicaciones o razones que han llevado a las empresas a no cumplir una determinada recomendación, lo cual supone una novedad en el trabajo con respecto a otros trabajos empíricos publicados que analizan el grado de cumplimiento de las recomendaciones.

$$CTPEP = \frac{N^{\circ} \text{ de recomendaciones que "cumple" } \cdot 1 + N^{\circ} \text{ de recomendaciones que "cumple parcialmente" } \cdot 0,5 + \\ + N^{\circ} \text{ de recomendaciones que "no cumple" y "explica bien" } \cdot 1 + \\ + N^{\circ} \text{ de recomendaciones que "cumple parcialmente" y "explica bien" } \cdot 1 +}{N^{\circ} \text{ de recomendaciones totales} - N^{\circ} \text{ de comendaciones "no aplicable"}}$$

Una vez realizada y completada la base de datos, a partir del programa informático SPSS, se ha llevado a cabo el análisis que se muestra a continuación en el apartado de *Resultados* y donde se dan las explicaciones oportunas y las conclusiones que se consiguen con ello.

En cuanto a las técnicas estadísticas utilizadas, se han realizado análisis descriptivos de las diferentes variables, así como contrastes de medias no paramétricos.

Todo el proceso realizado para la obtención de los resultados, se puede recoger de manera secuencial en la Tabla 3.

Tabla 3. Etapas en el proceso de obtención de datos

1. Selección de la muestra (25 empresas del IBEX-35).
2. Selección del horizonte temporal (2015 y 2016).
3. Recolección de datos: número de recomendaciones cumplidas, cumplidas parcialmente, no cumplidas o no aplicables.
4. Recolección de datos: clasificación de las explicaciones.
5. Creación de variables que miden el cumplimiento.
6. Análisis estadístico con software SPSS.

Fuente: elaboración propia.

4. RESULTADOS

En esta sección se detallan, fundamentalmente de una manera cuantitativa, los principales hallazgos obtenidos a la hora de analizar el apartado G del Informe Anual de Gobierno Corporativo *Grado de seguimiento de las recomendaciones*, durante los años 2015 y 2016 para las empresas cotizadas españolas en el índice IBEX-35. Los resultados que se muestran a continuación, permitirán contrastar las hipótesis iniciales planteadas en el trabajo.

4.1 Análisis descriptivo de las recomendaciones

En primer lugar, la Tabla 4 recoge los principales estadísticos descriptivos, para las cuatro posibles respuestas que pueden dar las empresas en cuanto al cumplimiento de una determinada recomendación. No se debe olvidar a la hora de analizar los datos, que no todas las recomendaciones admiten estas cuatro respuestas posibles, como se ha explicado anteriormente.

Tabla 4. Estadísticos descriptivos de las recomendaciones aplicables

Variable	Año	Media	Desv. Típ.	Min.	1ºQ	Mediana	3ºQ	Max.	N
Recomendaciones cumplidas	2015	0,869	0,079	0,725	0,805	0,857	0,947	0,982	25
	2016	0,891	0,068	0,754	0,838	0,902	0,948	0,982	25
Recomendaciones cumplidas parcialmente	2015	0,076	0,063	0,000	0,018	0,062	0,129	0,235	25
	2016	0,058	0,046	0,000	0,018	0,036	0,091	0,145	25
Recomendaciones no cumplidas	2015	0,054	0,050	0,000	0,018	0,050	0,070	0,233	25
	2016	0,050	0,045	0,000	0,017	0,036	0,075	0,169	25
Recomendaciones no aplicables	2015	0,107	0,053	0,000	0,063	0,109	0,133	0,234	25
	2016	0,111	0,049	0,016	0,070	0,109	0,141	0,203	25

La primera variable de la tabla hace referencia a las recomendaciones cumplidas totalmente. Se puede ver un ligero aumento en la media (mediana) del grado de cumplimiento de las recomendaciones, pasando de un 0,869 (0,857) en el 2015 a un 0,891 (0,902) en el 2016. Fijándonos en la distribución por cuartiles, se podría afirmar que la mayoría de observaciones se concentran en valores cercanos a la unidad. A modo de ejemplo, se puede ver, a través de la mediana, que la mitad de los valores de la muestra cumplen un porcentaje de recomendaciones superior al 80%; y que el 25% de los valores presentan un grado de cumplimiento superior al 94% (tercer cuartil). Por lo tanto, la mayoría de recomendaciones son cumplidas totalmente por las empresas.

En la variable correspondiente a las recomendaciones cumplidas parcialmente se observa que la media (mediana) va en descenso. En el 2015 tenía un valor de 0,076 (0,062) mientras que en el 2016 alcanzó un 0,058 (0,036). A diferencia de la variable anterior, se aprecia que el tercer cuartil está muy cercano a 0, por lo que las empresas de la muestra no cumplen parcialmente un número alto de recomendaciones. El motivo de este descenso, puede estar explicado por la variable anterior, de tal manera que, algunas de las recomendaciones cumplidas parcialmente en 2015, pasan a ser cumplidas totalmente en 2016, debido al mayor tiempo de adaptación que han tenido las empresas desde que se publicara el Código de Buen Gobierno (2015).

En cuanto a las recomendaciones no cumplidas, se puede observar que únicamente se incumplen un 5% de las recomendaciones aproximadamente. Además, teniendo en cuenta el rango y los cuartiles, se podría decir que el número de recomendaciones no cumplidas por las empresas analizadas es bajo. El valor de la media (mediana) ha descendido ligeramente de un año a otro desde 0,054 (0,050) en el 2015, hasta 0,050 (0,036) en el 2016. Este pequeño descenso, que se prevé continuará en el futuro, se debe a la adaptación y experiencia de las empresas en 2016 respecto al nuevo Código de Buen Gobierno (2015), es decir, las empresas han dispuesto de un año más de tiempo para intentar cumplir un mayor número de recomendaciones.

Por último, existen una serie de recomendaciones que no son aplicables. Se observa una media (mediana) muy similar en ambos años. Un 0,107 (0,109) en el año 2015 y un 0,111 (0,109) en el 2016. Otro de los aspectos a destacar, es que el tercer cuartil está muy próximo a 0, lo cual nos indica que las recomendaciones no aplicables por las entidades son mínimas, en comparación con las aquellas que si están obligados a cumplimentar.

A continuación, se presentan la Figura 5 y la Figura 6, mediante las cuales se puede apreciar, a través de un diagrama de sectores, el porcentaje de respuestas para cada una de las variables recogidas en la tabla anterior.

Figura 5. Porcentaje de respuestas sobre las recomendaciones en el año 2015

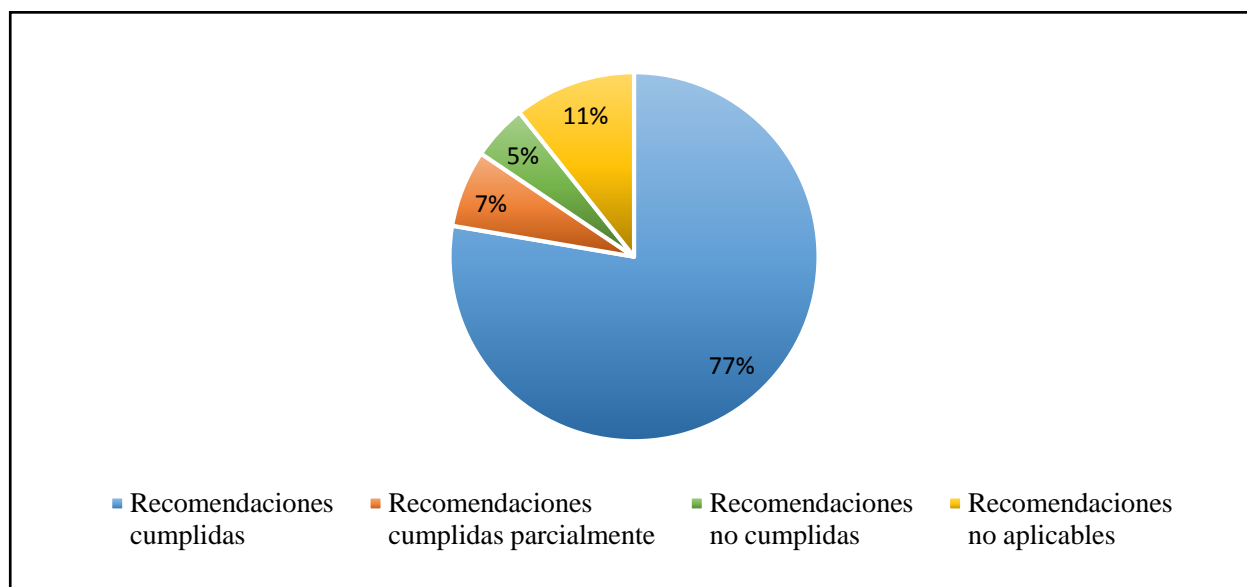
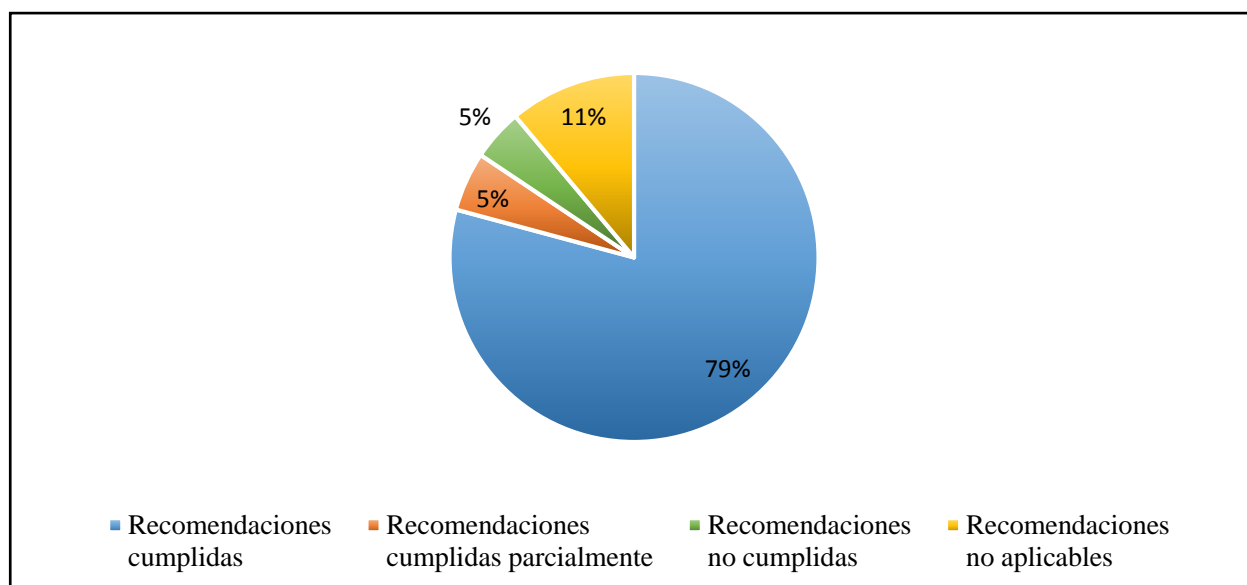


Figura 6. Porcentaje de respuestas sobre las recomendaciones en el año 2016



Con las figuras anteriores, se muestra de una manera más visual, la distribución de respuestas que han dado las empresas en cuanto al cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno. En primer lugar, se puede apreciar claramente que las recomendaciones cumplidas son las que mayor porcentaje ocupan con un 77% en el año 2015, aumentando en el año 2016 y logrando un porcentaje del 79%. Por otro lado, observamos que las recomendaciones no aplicables, recogen un 11% en ambos años. También se mantiene el de las recomendaciones no cumplidas en un 5%. Y por último se ve un pequeño decremento del 2015 al 2016 en cuanto a las recomendaciones cumplidas parcialmente, pasando de un 7% en el 2015 a un 5% en el año 2016.

Con esto se llega a la conclusión de que la hipótesis H1 del trabajo se verifica, ya que el porcentaje de las recomendaciones cumplidas tanto en el año 2015 como en el año 2016 supone un porcentaje superior al 75% en ambos años.

A continuación, en la Tabla 5 se presentan los principales estadísticos descriptivos para los distintos índices que miden el grado de buenas prácticas de gobierno o cumplimiento de recomendaciones, que han sido previamente explicados en el apartado de *Metodología*.

Tabla 5. Estadísticos descriptivos de los índices que miden el grado de cumplimiento de las recomendaciones

Variable	Año	Media	Desv. Típ.	Min.	1ºQ	Mediana	3ºQ	Max	N
CT	2015	0,869	0,079	0,725	0,805	0,857	0,947	0,982	25
	2016	0,891	0,068	0,754	0,838	0,902	0,948	0,982	25
CTP	2015	0,946	0,050	0,770	0,930	0,950	0,982	1,000	25
	2016	0,950	0,045	0,830	0,925	0,964	0,983	1,000	25
CTPP	2015	0,908	0,058	0,760	0,861	0,914	0,959	0,990	25
	2016	0,921	0,053	0,810	0,883	0,939	0,964	0,990	25
CTPEP	2015	0,929	0,057	0,760	0,887	0,948	0,971	1,000	25
	2016	0,946	0,045	0,810	0,915	0,957	0,986	1,000	25

Como se puede ver la media (mediana) de la variable recomendaciones cumplidas totalmente aumenta ligeramente, pasando de un 0,869 (0,857) en 2015 a un 0,891 (0,902) en el 2016. Además, se analiza el rango y los cuartiles, se llega a la conclusión de que todas las empresas cumplen totalmente con un gran número de recomendaciones. Se trata de una variable recogida en la Tabla 4, la cual ha sido comentada con anterioridad.

La siguiente variable recoge las recomendaciones cumplidas total y parcialmente. En este caso, si se considera como indicador de buenas prácticas tanto el cumplimiento total como parcial de las recomendaciones, se puede afirmar que prácticamente el 95% de las recomendaciones son cumplidas, lo cual supone una cifra bastante elevada. Siguiendo con el aumento en el grado de cumplimiento comentado, la media (mediana) en el año 2015 es de 0,946 (0,950) y aumenta hasta el 0,950 (0,964) en el 2016.

El tercer índice recoge las recomendaciones cumplidas total y parcialmente, pero de manera ponderada, esto es, asignando un mayor valor a las recomendaciones que se cumplen en su totalidad, respecto a aquellas que lo hacen sólo parcialmente. Por ello, los valores de este índice se encuentran entre los valores obtenidos en los dos anteriores, situándose entre el 90 y el 92%.

Por último, se avanza un paso más, y la última variable no sólo tiene en cuenta el factor de ponderación entre cumplimiento total y parcial, sino que además recoge las explicaciones que las empresas dan a las recomendaciones no cumplidas. Esto quiere decir, que se construye un índice más completo, en el que una recomendación no cumplida, pero explicada de una forma correcta y con argumentos sólidos, es considerada como un indicador de buenas prácticas (similar al cumplimiento). Por ello, los valores obtenidos en esta variable, serán mayores que los de la variable anterior. En este caso, el cumplimiento de recomendaciones alcanza el 92% y 94% para los años 2015 y 2016 respectivamente.

4.2 Evolución temporal del cumplimiento de las recomendaciones

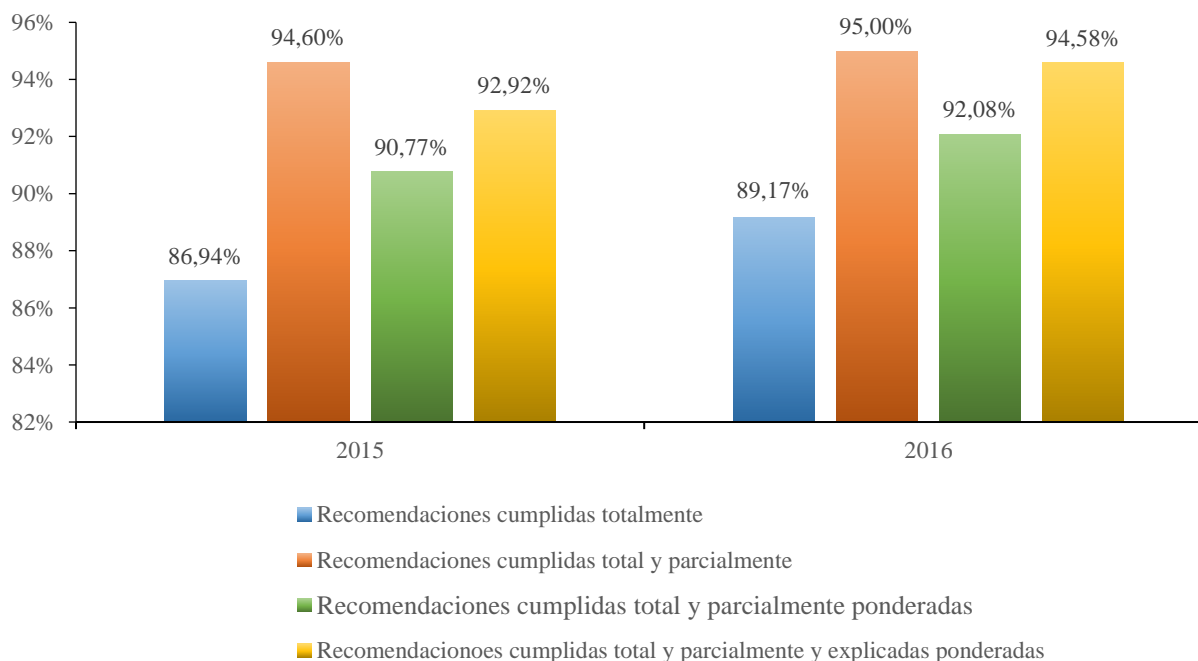
Como se ha comentado, existe un aumento en el cumplimiento de recomendaciones entre el año 2015 y 2016, por lo que, en este apartado, se ha realizado un contraste de medias no paramétrico, para las variables que se muestran en la Tabla 6, que miden el grado de cumplimiento de las recomendaciones. Con esto se quiere contrastar la hipótesis H2, donde se plantea un incremento de la proporción de recomendaciones cumplidas.

Tabla 6. Contraste de medias de la evolución temporal del cumplimiento de recomendaciones.

Variable	Año	Media	Test de Wilcoxon
CT	2015	0,869	-2,572***
	2016	0,892	(0,010)
CTP	2015	0,946	-0,853
	2016	0,950	(0,393)
CTPP	2015	0,901	-1,948*
	2016	0,921	(0,051)
CTPEP	2015	0,929	-3,059***
	2016	0,926	(0,002)

* Significación al 10%. ** Significación al 5%. *** Significación al 1%.

Figura 7. Evolución temporal del cumplimiento de las recomendaciones



Como se aprecia en las Tablas 5 y 6, así como en la Figura 7; existe un aumento del grado de cumplimiento de las recomendaciones propuestas por el Código de Buen Gobierno (2015) para las cuatro variables anteriores.

Se aprecia en las cuatro variables un ligero aumento en el porcentaje de cumplimiento, por lo que se puede decir que hay una evolución positiva de un año a otro. En primer lugar, se muestra

que el primer índice utilizado para medir el grado de cumplimiento de las variables, ha pasado de estar en un 86,94% en el año 2015 a un 89,17% en el 2016. En cuanto al índice que mide el cumplimiento teniendo en cuenta tanto las recomendaciones cumplidas total y parcialmente se puede observar que el incremento ha sido mínimo, llegando a un 95% en el 2016 frente a un 94,60% en el 2015. Por otro lado, se habla de medir el grado de cumplimiento mediante un índice idéntico al anterior, pero ponderado, en donde se ha visto alcanzar un 92,08% en el 2016 respecto al 90,77% en el año 2015. El último y más significativo índice en este trabajo, también se ha incrementado de un año a otro, pasando de un 92,92% en el 2015 a un 94,58% en el 2016.

El test de Wilcoxon, corrobora que este aumento en el grado de cumplimiento de las recomendaciones entre los años 2015 y 2016 es estadísticamente significativo, al menos para tres de las cuatro variables planteadas (únicamente la variable que mide el cumplimiento total y parcial sin ponderar no aumenta significativamente). Por lo tanto, podemos decir, que la hipótesis H2 del trabajo se cumple, y las empresas cada vez se preocupan más por mostrar a los stakeholders sus buenas prácticas de gobierno corporativo, a través del cumplimiento de las recomendaciones que se recogen en el Informe Anual de Gobierno Corporativo.

Todo esto es debido a que, como ya se ha dicho anteriormente, en el 2015 se introdujo el Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas con el que se quiere conseguir un mayor control interno en las empresas españolas y sobre todo generar confianza y transparencia para los accionistas e inversores.

4.3 Análisis descriptivo de las explicaciones

El fin de este apartado es contrastar que se cumplen la H3 y la H4. Se realizará mediante dos análisis, por un lado se comentan las explicaciones de las recomendaciones no cumplidas, y por otro, las explicaciones de las recomendaciones cumplidas parcialmente.

A continuación se lleva a cabo un análisis descriptivo de las explicaciones que las empresas dan sobre las recomendaciones no cumplidas, que se recogen en la Tabla 7. Las explicaciones han sido clasificadas con anterioridad en cinco grupos, los cuales forman las variables que se estudian a continuación y, además, dentro de cada grupo se ha analizado tanto el año 2015 como el 2016.

Tabla 7. Estadísticos descriptivos de las explicaciones no cumplidas

Variable	Año	Media	Desv. Típ.	Min.	1ºQ	Mediana	3ºQ	Max	N	Test de Wilcoxon
Explicaciones Redundantes	2015	0,183	0,258	0,000	0,000	0,000	0,450	0,750	24	
	2016	0,150	0,236	0,000	0,000	0,000	0,333	0,667	23	
Explicaciones Generales	2015	0,091	0,166	0,000	0,000	0,000	0,168	0,500	24	
	2016	0,144	0,239	0,000	0,000	0,000	0,250	1,000	23	
Explicaciones Alternativas	2015	0,246	0,337	0,000	0,000	0,000	0,400	1,000	24	
	2016	0,261	0,339	0,000	0,000	0,125	0,400	1,000	23	
Explicaciones Transitorias	2015	0,081	0,241	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	24	
	2016	0,020	0,065	0,000	0,000	0,000	0,000	0,205	23	
Explicaciones Específicas	2015	0,399	0,417	0,000	0,000	0,333	0,938	1,000	24	-0,280 (0,779)
	2016	0,426	0,439	0,000	0,000	0,375	1,000	1,000	23	

En primer lugar, se analizan las explicaciones redundantes. Se puede ver que la media ha disminuido pasando de un 0,183 en el año 2015 a un 0,150 en el 2016. Este descenso, puede ser debido a la publicación de la *Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio “cumplir o explicar”* mediante la cual se proporcionan criterios dirigidos a poder cumplimentar de manera correcta el apartado G del Informe Anual de Gobierno Corporativo.

Por otro lado, se aprecia un ligero incremento de la media en las explicaciones generales. En el año 2015 hay una media de 0,091 mientras que en el 2016 alcanza un 0,144. Teniendo en cuenta el tercer cuartil, se puede decir que un 25% de los valores de la muestra dan pocas explicaciones generales por tratarse de un número cercano a 0.

En cuanto a las explicaciones alternativas, se observa que la media (mediana) en 2015 es de 0,246 (0,000) aumentando ligeramente a un 0,261 (0,125) en el año 2016. A diferencia de las anteriores, el tercer cuartil, con un 40%, nos indica que el número de explicaciones dadas por un 25% de las entidades recogidas en la muestra es pequeño, pero mayor que en el caso anterior, ya que es cercano al 0,5.

A continuación se comenta la media de la variable que engloba las explicaciones transitorias, las cuales cuentan con una media de 0,081 en el 2015, mostrando un escaso descenso en el 2016 con un 0,020. Esto puede ser debido a que las entidades que daban explicaciones transitorias a sus recomendaciones no cumplidas en 2015, han cumplido con la recomendación en el 2016, consiguiendo una mayor adaptación al nuevo código.

Por último, se observa que la media (mediana) de las explicaciones específicas en 2015 ha aumentado en 2016, pasando de un 0,399 (0,333) a un 0,426 (0,375). Además, se puede ver que un 25% de las entidades de la muestra, cuentan con un número alto de explicaciones específicas en las recomendaciones no cumplidas porque el tercer cuartil se aproxima a 1. A través de un contraste de medias con el test de Wilcoxon, se concluye que el incremento en las explicaciones específicas no es estadísticamente significativo. De esta forma, la hipótesis H4a del trabajo no se cumple.

A continuación, se presentan las Figuras 8 y 9, que recogen la distribución porcentual de las explicaciones dadas ante las recomendaciones no cumplidas.

Figura 8. Porcentaje de las explicaciones no cumplidas en 2015

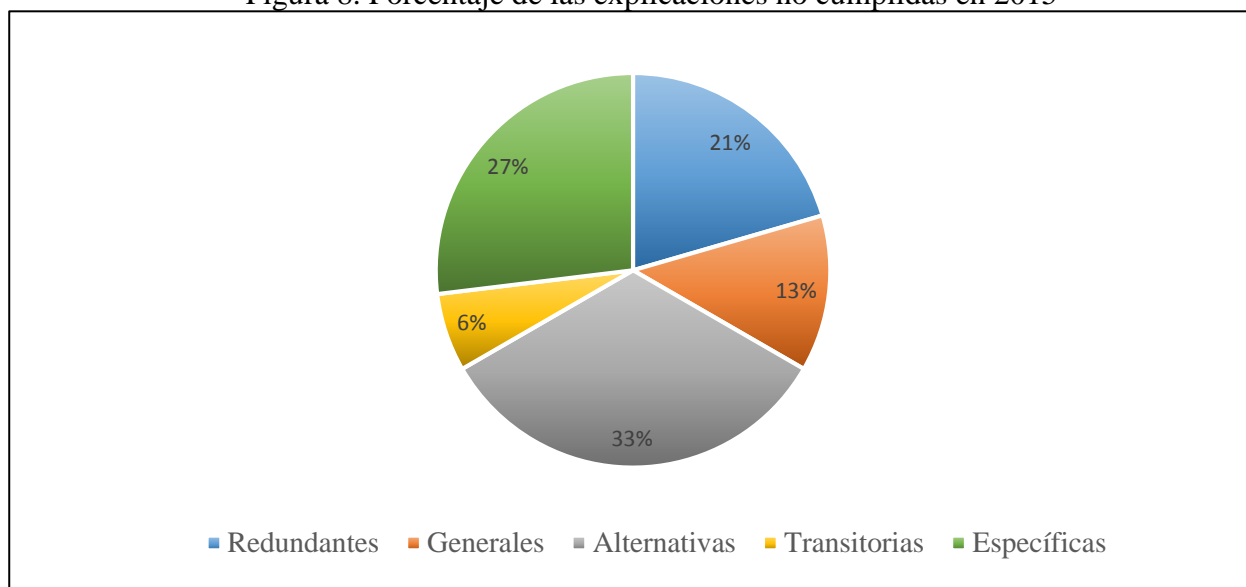
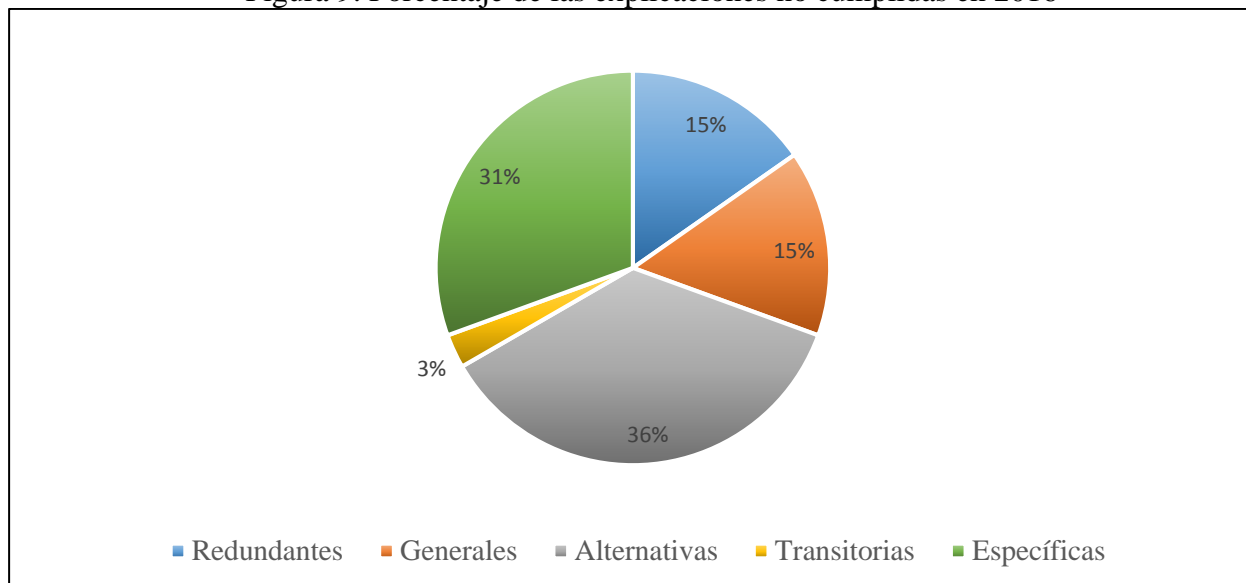


Figura 9. Porcentaje de las explicaciones no cumplidas en 2016



Como se aprecia en ambos gráficos, las explicaciones alternativas son las que ocupan un porcentaje mayor (33% en 2015 y 16% en 2016). A continuación, le siguen las explicaciones específicas, es decir, aquellas explicaciones que ofrecen las empresas de manera correcta y con una justificación que hace que el no seguir una determinada recomendación no pueda considerarse como indicador de peores prácticas. Estas explicaciones específicas han supuesto un 27% de las explicaciones totales en 2015 y un 31% en el 2016. A continuación, le siguen las explicaciones redundantes (21% en 2015 y 15% en 2016) y las transitorias (13% en 2015 y 15% en 2016). Por último, las explicaciones con menos peso han sido las generales con un porcentaje del 6% y 3% para los años 2015 y 2016 respectivamente.

Con todo esto, podemos afirmar que la mayoría de explicaciones que proporcionan las empresas a sus recomendaciones no cumplidas, no son correctas (redundantes, generales, alternativas o transitorias); y que las explicaciones específicas representan todavía, un porcentaje demasiado bajo sobre el total de las mismas (27% en 2015 y 33% en 2016). Por lo tanto, podemos afirmar que la hipótesis H3a del trabajo se cumple. De ahí la necesidad e importancia del documento de la CNMV sobre el principio de “cumplir o explicar” publicada en el año 2016.

A continuación, se lleva a cabo análisis similar al anterior, pero como las explicaciones cumplidas parcialmente. Para ello, se comenta en primer lugar los estadísticos descriptivos de las variables que están recogidas en la Tabla 8.

Tabla 8. Estadísticos descriptivos de las explicaciones cumplidas parcialmente

Variable	Año	Media	Desv. Típ.	Min.	1ºQ	Mediana	3ºQ	Max	N	Test de Wilcoxon
Explicaciones Redundantes	2015	0,352	0,371	0,000	0,000	0,325	0,656	1,000	22	
	2016	0,221	0,339	0,000	0,000	0,000	0,383	1,000	24	
Explicaciones Generales	2015	0,044	0,148	0,000	0,000	0,000	0,000	0,625	22	
	2016	0,023	0,082	0,000	0,000	0,000	0,000	0,375	24	
Explicaciones Alternativas	2015	0,398	0,372	0,000	0,000	0,300	0,667	1,000	22	
	2016	0,457	0,401	0,000	0,000	0,464	0,938	1,000	24	
Explicaciones transitorias	2015	0,060	0,116	0,000	0,000	0,000	0,103	0,400	22	
	2016	0,012	0,040	0,000	0,000	0,000	0,000	0,167	24	
Explicaciones Específicas	2015	0,147	0,216	0,000	0,000	0,000	0,259	0,667	22	-2,029** (0,043)
	2016	0,287	0,342	0,000	0,000	0,134	0,594	1,000	24	

* Significación al 10%. ** Significación al 5%. *** Significación al 1%.

En la primera variable se encuentran las explicaciones redundantes. En ella, se ha visto un decremento de la media (mediana) en la que en el año 2015 se situaba en un 0,352 (0,325) y en el 2016 en un 0,221 (0,000). Podría deberse a la aparición de la Guía técnica de buenas prácticas, por lo que las empresas decidieron expresar de mejor manera el cumplimiento parcial de las recomendaciones, mismo motivo que el de las explicaciones redundantes de las explicaciones no cumplidas.

En cuanto a las explicaciones generales, se puede decir que la media ha sufrido un notable descenso. En el 2015 se encontraba en un 0,044 y en el 2016 en un 0,023. El motivo de ello se puede relacionar con el motivo descrito anteriormente.

Por otro lado, se analizan las explicaciones alternativas. A diferencia de las variables anteriores, se ha notado un ligero incremento en la media (mediana) alcanzado un 0,457 (0,464) en el 2016 frente al 0,398 (0,300) del 2015.

Se aprecia que la media de las explicaciones transitorias ha sufrido un decremento, pasando del 0,060 en el año 2015 a un 0,012 en el 2016. Esto puede ser motivo de que las explicaciones expresadas por las entidades de la muestra en el año 2015 como transitorias, han decidido cumplir parcialmente con la recomendación en el año 2016.

Por último, se observa que la media (mediana) de las explicaciones específicas en 2015 ha aumentado notablemente en 2016, pasando de un 0,147 (0,000) a un 0,287 (0,134). A través de un contraste de medias mediante el test de Wilcoxon, podemos concluir que el incremento en las explicaciones específicas es estadísticamente significativo. De esta forma, la hipótesis H4b del trabajo queda verificada, es decir, las empresas proporcionan cada vez mejores explicaciones a las recomendaciones que cumplen sólo de manera parcial.

A continuación, se analizan las Figuras 10 y 11, que recogen la distribución porcentual de las explicaciones dadas ante las recomendaciones cumplidas parcialmente.

Figura 10. Porcentaje de las explicaciones cumplidas parcialmente en 2015

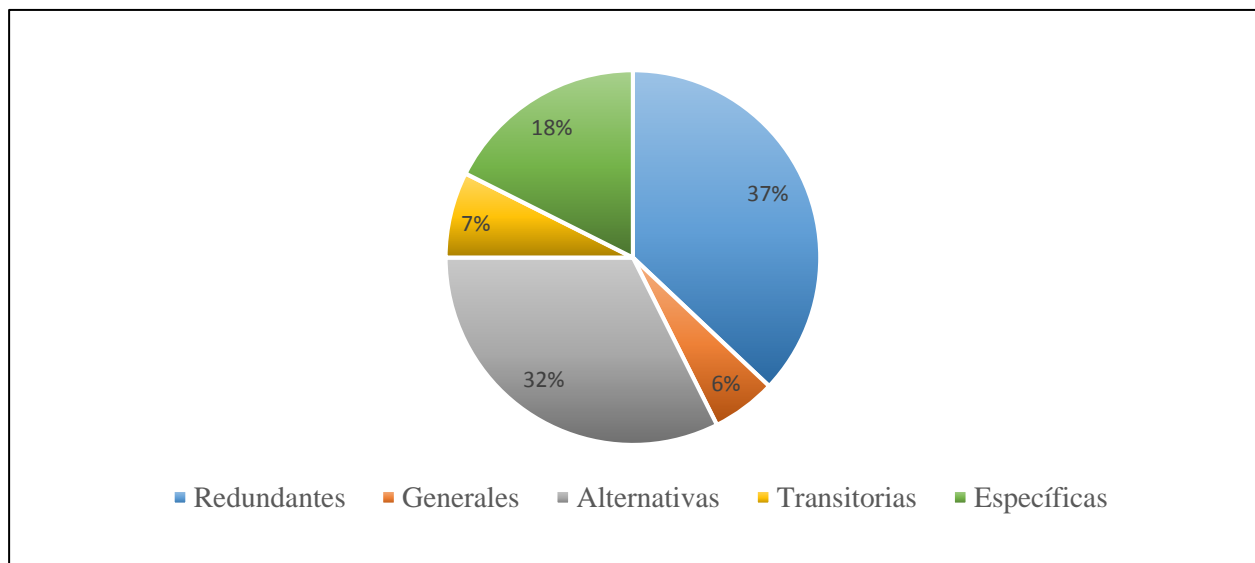
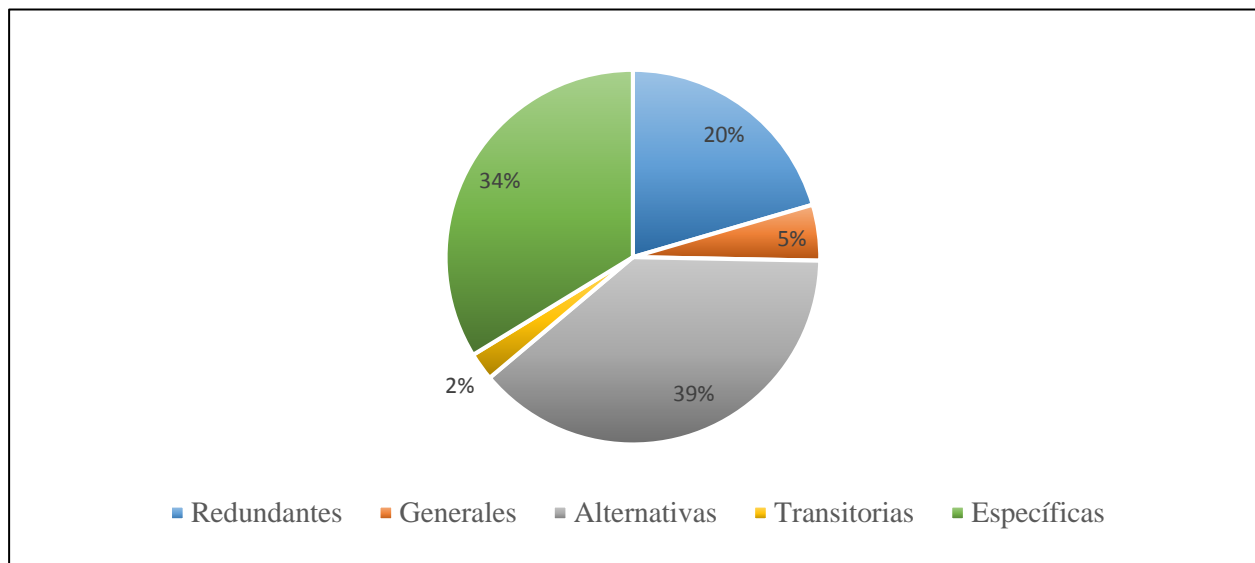


Figura 11. Porcentaje de las explicaciones cumplidas parcialmente en 2016



Fijándonos en ambos gráficos, las explicaciones redundantes, alternativas y específicas son las que ocupan prácticamente el total de explicaciones en la distribución. Así, las explicaciones redundantes suponen un 37% del total de explicaciones en el año 2015 y un 20% en 2016. Por su parte, las explicaciones alternativas alcanzan el 32% y 39% de las explicaciones en el año 2015 y 2016 respectivamente. En cuanto a las explicaciones específicas, es decir, aquellas explicaciones que ofrecen las empresas de manera correcta y con una justificación que hace que el no seguir una determinada recomendación no pueda considerarse como indicador de peores prácticas, éstas han supuesto un 18% de las explicaciones totales en 2015 y un 34% en el 2016; lo cual corrobora el incremento tan importante que han supuesto estas recomendaciones (H4b). Por último, quedarían las explicaciones transitorias (7% en 2015 y 2% en 2016) y las generales (6% en 2015 y 6% en 2016); que apenas tienen importancia sobre el total.

Con todo esto, podemos concluir que la mayoría de explicaciones que proporcionan las empresas a sus recomendaciones cumplidas parcialmente, no son correctas (redundantes, generales, alternativas o transitorias); y que las explicaciones específicas representan todavía, un porcentaje demasiado bajo sobre el total de las mismas (18% en 2015 y 34% en 2016), a pesar de ir en aumento. Por lo tanto, podemos afirmar que la hipótesis H3b del trabajo se cumple. De ahí la necesidad e importancia del documento de la CNMV sobre el principio de “cumplir o explicar” publicada en el año 2016, mediante el cual las entidades consiguieron mejorar la calidad de las explicaciones y llegaron a realizarlas de manera más correcta, acercándose así a una explicación específica. Lo cual quiere decir que, con el paso de los años, se logrará una mejor aplicación de las buenas prácticas de gobierno corporativo.

4.4 Análisis de los indicadores que miden el cumplimiento de las recomendaciones

Para terminar con la divulgación de resultados, se pretende analizar las posibles diferencias existentes a la hora de medir las buenas prácticas de gobierno corporativo, en base a los cuatro índices que se han planteado durante todo el trabajo. Se busca, por tanto, examinar si existen diferencias a la hora de medir las buenas prácticas de gobierno corporativo utilizando distintos índices. Y, fundamentalmente, ver si los resultados son significativamente distintos cuando incorporamos en los índices las explicaciones a las recomendaciones no cumplidas o cumplidas parcialmente, lo cual supone una novedad con respecto al resto de trabajos realizados de esta índole.

Tabla 9. Contraste de medias de los indicadores de buenas prácticas de gobierno corporativo

Variable	Media	Test de Wilcoxon	Test de Friedman
Año 2015			
CT	0,869	<div>-4,107*** (0,000)</div>	60,273*** (0,000)
CTP	0,946	<div>-4,107*** (0,000)</div>	
CTPP	0,908	<div>-3,823*** (0,000)</div>	
CTPEP	0,929		
Año 2016			
CT	0,892	<div>-4,286*** (0,000)</div>	62,696*** (0,000)
CTP	0,950	<div>-4,286*** (0,000)</div>	
CTPP	0,921	<div>-3,724*** (0,000)</div>	
CTPEP	0,946		

* Significación al 10%. ** Significación al 5%. *** Significación al 1%.

Por un lado, se ha contrastado la existencia de diferencias estadísticamente significativas entre las variables tomadas por pares, a través del test de Wilcoxon. Además, se han testado esas diferencias también de manera conjunta, a través del test de Friedman.

Como se puede observar en la Tabla 9, tanto para el año 2015 como para el año 2016, existen diferencias estadísticamente significativas entre las cuatro variables que miden el grado de cumplimiento. Por ello, podemos decir que se cumple la hipótesis H5.

Esto demuestra, que la mayoría de estudios que miden las buenas prácticas de gobierno corporativo a través del porcentaje de recomendaciones cumplidas, pueden estar sesgados porque no tienen en cuenta que algunas de las recomendaciones no cumplidas o cumplidas parcialmente, tienen una explicación correcta de por qué no se han cumplido. Por lo tanto, el hecho de no cumplir una recomendación, no siempre significa realizar peores prácticas de buen gobierno. A veces, las razones por las que una determinada recomendación no se cumple están bien justificadas con el buen hacer de la empresa y por ese mismo motivo se están llevando a cabo buenas prácticas de gobierno corporativo.

Lo que se ha demostrado finalmente es que, medir el buen gobierno corporativo de una empresa, teniendo en cuenta esas explicaciones o dejándolas de lado, produce resultados significativamente distintos, como se ha demostrado en la Tabla 9. Parece mucho más correcto la manera de medirlo teniendo en cuenta las explicaciones “específicas”, es decir, aquellas explicaciones coherentes y objetivas y que hacen que una empresa siga realizando buenas prácticas a pesar de no cumplir con una determinada recomendación. Evidentemente, siempre y cuando esa explicación al no cumplimiento refleje un motivo coherente y suficientemente justificado. Esto proporciona una visión mucho más amplia de la realidad de cada empresa, en comparación con el resto de trabajos empíricos que únicamente analizan si se cumple o no cada recomendación.

5. CONCLUSIONES

La insuficiencia de información se ha visto incrementada con el paso de los años por culpa de la crisis económica, así como por los altos casos de corrupción, provocando a los grupos de interés o stakeholders interesarse más por la información no financiera o narrativa.

Este tipo de información se recoge en el Informe de Gestión y trata de mostrar la situación en la que se encuentra la empresa, explicando con más detenimiento cómo se ha llegado hasta ella. Pero se trata de un informe que no está estandarizado, es decir, que cada empresa lo puede realizar de manera diferente. En el año 2013 se vio la necesidad de homogeneizarla y la CNMV introdujo una “Guía para la elaboración del Informe de Gestión de las empresas cotizadas”. Además, hay que destacar, que la elaboración del mismo no es de obligado cumplimiento para todas las entidades, las que presentan Balance y Estado de Cambios en el Patrimonio Neto Abreviado, se pueden eximir de presentarlo.

Por otro lado, existe un Informe Anual de Gobierno Corporativo, que es un documento complementario al anterior, mediante el cual se muestra información completa y razonada sobre las estructuras y prácticas de gobierno corporativo de las sociedades emisoras de valores cotizados, a fin de que los inversores y otros usuarios de la información puedan formarse una opinión fundada. Este mismo documento, incluye el apartado analizado para poder realizar el trabajo, *Grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo*. Además, ha sido necesario la utilización del “Código de buen gobierno para las sociedades cotizadas, donde se recogen las 64 recomendaciones que son objeto de estudio en el trabajo.

El último documento que ha sido de utilidad para desarrollar el trabajo de campo, es el conocido como *Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio “cumplir o explicar”* impulsado en el año 2016 por la CNMV mediante el cual se quiere conseguir claridad a la hora de realizar las explicaciones a las recomendaciones no cumplidas y cumplidas parcialmente. Dentro del mismo, se encuentra una clasificación de las explicaciones utilizada para poder seguir con el estudio.

Se ha escogido una muestra de 25 empresas del IBEX-35 y, a través de la construcción de una base de datos y la realización de análisis estadísticos, se ha querido corroborar una serie de hipótesis, llegando a las siguientes conclusiones.

La primera hipótesis planteada en este trabajo es que la mayor parte de las recomendaciones propuestas en el Código de Buen Gobierno son cumplidas por las empresas. Con el estudio realizado, se llega a la conclusión de que aproximadamente un 75% de las recomendaciones son cumplidas, por lo que ocupan un porcentaje muy elevado en la distribución porcentual. Además, haciendo referencia a la media de los cuatro posibles resultados que se pueden dar en el Código de Buen Gobierno, se ve que la media de las recomendaciones cumplidas está situada cerca de un 85%, lo cual nos afirma aun con más claridad que el número de recomendaciones cumplidas es elevado. Un aspecto a destacar, es que las recomendaciones cumplidas parcialmente disminuyen de un año a otro. Esto puede ser debido a que las empresas han podido adaptarse mejor a la incorporación del último Código de Buen Gobierno introducido en el año 2015 por lo que pasan de cumplir parcialmente una recomendación a cumplirla totalmente.

La hipótesis H2 consiste en demostrar que el cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno se ha incrementado en el año 2016 con respecto al año 2015. Comparando las medias de cumplimiento entre ambos años y a través del test de Wilcoxon, se llega a la conclusión de que existen diferencias estadísticamente significativas entre los índices que miden el cumplimiento de las recomendaciones planteadas a lo largo del trabajo. Por lo que se puede decir, que el grado de cumplimiento en el año 2016 es mayor que en el 2015. El Código de Buen Gobierno introducido justo en el año 2015, pudo ser el desencadenante de dicho incremento. Aunque es mínimo en las cuatro variables, puede que con el paso de los años vaya en aumento y consigan así mostrar a los grupos de interés las buenas prácticas de buen gobierno que realizan a través del cumplimiento de las recomendaciones y consigan con ello generar un entorno de confianza y transparencia entre ellos.

También se quiso demostrar que la mayoría de las explicaciones proporcionadas por las empresas sobre recomendaciones no cumplidas (H3a) y cumplidas parcialmente (H3b) no son específicas (“buenas”). Se consigue verificar que esto es cierto mediante los gráficos de sectores que aparecen en el apartado del trabajo donde se habla de ello, observando que la distribución de las recomendaciones que lo hacen de manera incorrecta (redundantes, generales, alternativas y transitorias) ocupan un porcentaje muy alto respecto al escaso porcentaje que ocupan las explicaciones correctas (específicas) tanto para las recomendaciones no cumplidas como para las cumplidas parcialmente. Se aprecia un pequeño incremento de un año a otro en estas últimas, lo cual puede estar motivado por la aparición de la *Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio “cumplir o explicar”* impulsado en el año 2016 por la CNMV.

Otro de los aspectos tratados a lo largo del trabajo es que las empresas proporcionan mejores explicaciones a las recomendaciones no cumplidas y a las recomendaciones cumplidas parcialmente con el paso del tiempo. Se llega a la conclusión, de que este hecho no se cumple para las recomendaciones no cumplidas. Según el resultado dado mediante el Test de Wilcoxon, se verifica que no existen diferencias significativas entre las explicaciones específicas de las recomendaciones no cumplidas de ambos años. Mientras que, por otro lado, en cuanto a las explicaciones específicas de las recomendaciones cumplidas parcialmente, sí que se puede afirmar

que las empresas proporcionan mejores explicaciones con el paso del tiempo, es decir, que existen diferencias significativas entre el año 2015 y 2016. Esto último puede ser debido a que las empresas han conseguido adaptar la Guía de buenas prácticas de mejor manera a estas recomendaciones y han podido ofrecer mejores explicaciones con buenas justificaciones de un año a otro.

Por último, se planteó una hipótesis cuyo resultado muestra si el objetivo principal del trabajo se ha logrado satisfactoriamente. Ésta trata de demostrar que medir las buenas prácticas de gobierno corporativo, incorporando aquellas recomendaciones no cumplidas y cumplidas parcialmente, pero bien explicadas; ofrece resultados significativamente diferentes que midiéndolas sin tener en cuenta las explicaciones. Mediante un contraste de medias, se consigue demostrar que lo escrito anteriormente se cumple. Con ello, se quiere mostrar que muchas veces, las buenas prácticas no se están midiendo de la mejor manera posible y que, aunque una empresa no cumpla o cumpla parcialmente una recomendación, no quiere decir que esté realizando peores prácticas de buen gobierno. Pero siempre hay que tener en cuenta, que dichas explicaciones estén justificadas coherentemente, y muestren los motivos claros del incumplimiento o del cumplimiento parcial de la recomendación. De esta forma, se ha querido alcanzar una visión más realista para la empresa, ya que existen trabajos en los que sólo se tienen en cuenta si la recomendación se ha cumplido o no, y no se tienen en cuenta las explicaciones de las recomendaciones que no se cumplen o se cumplen parcialmente; yendo un paso más allá en comparación con la mayoría de trabajos empíricos de esta índole.

Por lo tanto, se puede concluir el trabajo diciendo que se ha alcanzado el objetivo principal que se planteó desde el comienzo del mismo y, además, se ha conseguido demostrar que la Guía técnica de buenas prácticas llevada a cabo por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el año 2016 ha sido de total utilidad y ha ayudado a las empresas a que las explicaciones que realizan sean mejores con el paso de los años.

BIBLIOGRAFÍA

ÁLVAREZ, M.A.; BABÍO, M.R.; SUAREZ, O.; VIDAL, R. (2012): “La utilidad de la información narrativa: análisis del contenido del informe de gestión”, *Revista Galega de Economía*, vol.21, nº 1, pp. 1-23. Disponible en: <http://www.redalyc.org/pdf/391/39123194001.pdf> [Consulta: 27 de Marzo de 2018].

CNMV (2006): “Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas”. Disponible en: https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/codigo_unificado_esp_04.pdf [Consulta: 10 de Abril de 2018].

CNMV (2009): “Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX 35”. Disponible en: http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/informes/iagc_ibex_2009.pdf [Consulta: 9 de Abril de 2018].

CNMV (2012): “Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas”. Disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/Guia_Gral.pdf [Consulta: 5 de Abril de 2018].

CNMV (2015): “Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas”.

CNMV (2015): “Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio “cumplir o explicar””.

CNMV (2016) “Informe Anual de Gobierno corporativo de CELLNEX”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={ffd0e4c9-c0cf-498e-b621-897e387fd64d}> [Consulta: 14 de Abril de 2018].

CNMV (2016) “Informe Anual de Gobierno corporativo de DISTRIBUIDORA DE ALIMENTACIÓN, S.A”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={188c7ea7-4a46-4511-a794-9494f7159de1}> [Consulta: 14 de Abril de 2018].

CNMV (2016): “Procedimiento sobre las informaciones periódicas de las entidades emisoras”. Disponible en: <https://www.cnmv.es/DocPortal/Quees/Procedimientos/P07-Informacion-regulada-emisores.pdf> [Consulta: 9 de Abril de 2018].

CNMV (2017) “Proyecto de Circular x/2017”. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/DocumentoCircularIAGC_IARC.pdf [Consulta: 9 de Abril de 2018].

CUESTA, A. (2015): “¿Podemos hablar de convergencia contable? Realidad o utopía”, *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, nº 110, pp. 3-5.

DIRECTIVA 2006/46/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 14 de junio de 2006 por la que se modifican las Directivas del Consejo 78/660/CEE relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad, 83/349/CEE relativa a las cuentas consolidadas,

86/635/CEE relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de los bancos y otras entidades financieras y 91/674/CEE relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de las empresas de seguros. Boletín Oficial del Estado, núm. 224, de 16 de agosto de 2006, pp. 1-7. Disponible en: <https://www.boe.es/doue/2006/224/L00001-00007.pdf> [Consulta: 9 de Abril de 2018].

DIRECTIVA 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 22 de octubre de 2014 por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos. Boletín Oficial del Estado, núm. 330, de 15 de noviembre de 2014, pp. 1-9. Disponible en: <https://www.boe.es/doue/2014/330/L00001-00009.pdf> [Consulta: 5 de Abril de 2018].

GALLARDO, D.A. (2015): “Reporting integrado: ¿Perdemos información o ganamos más por menos?”, *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, nº 110, pp. 9-12.

GARRIDO, J.M. (2006): “Cumplir o explicar”. Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2006/03/25/economia/1143402949_850215.html [Consulta: 12 de Abril de 2018].

GONZALO, J.A. Y GARVEY, A.M. (2015): “El informe de gestión: validez y perspectivas”, *Revista de Contabilidad y Dirección*, vol.20, pp. 21-63.

GONZALEZ, S. (2015): “No me informes tanto, infórmame mejor”, *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, nº 110, pp. 6-8.

M.F (2014): “Las claves de la directiva de *reporting* no financiero”. Disponible en: <https://economistas.es/wp-content/uploads/2014/11/3-reporting.pdf> [Consulta: 27 de Marzo de 2018].

Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio. Boletín Oficial del Estado, núm. 289, de 16 de octubre de 1885, art. 49. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1885-6627&tn=1&p=20130928> [Consulta: 4 de Abril de 2018].

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Boletín Oficial del Estado, núm. 161, del 3 de julio de 2010. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544> [Consulta: 4 de Abril de 2018].

RECOMENDACIÓN DE LA COMISIÓN de 9 de abril de 2014 sobre la calidad de la información presentada en relación con la gobernanza empresarial («cumplir o explicar»). Boletín Oficial del Estado, núm. 109, de 12 de abril de 2014, pp. 1-5. Disponible en: <https://www.boe.es/doue/2014/109/L00043-00047.pdf> [Consulta: 13 de Abril de 2018].

REVERTE, C. (2015): “La Nueva directiva Europea de Reporting no financiero: una excelente oportunidad para la mejora de la transparencia empresarial y del contenido del informe de gestión”, *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, nº 110, pp. 17-22.

SUAREZ, O. Y BABIO, M. (2014): “La claridad de la información narrativa”. Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2014/12/30/empresas/1419969174_576174.html [Consulta: 26 de Marzo de 2018].

VELASCO, M.M.; PUENTES, R.; VILAR, J. (2010): “El código unificado de buen gobierno: su nivel de seguimiento por empresas socialmente responsables”, *Revista de Estudios Empresariales. Segunda época*, nº 2, pp. 99-113.

ANEXOS

Tabla A1. Recomendaciones aplicables de las 25 empresas de la muestra

AÑO	Empresas	Recomendaciones cumplidas	Recomendaciones cumplidas parcialmente	Recomendaciones no cumplidas	Recomendaciones no aplicables
2016	ABERTIS	52	1	5	6
2015		53	0	5	6
2016	ACCIONA	53	6	1	4
2015		49	8	3	4
2016	ACERINOX	53	1	2	8
2015		53	2	1	8
2016	ACS	49	9	4	2
2015		48	9	4	3
2016	AENA	47	2	4	5
2015		45	1	14	4
2016	AMADEUS	48	3	5	8
2015		47	5	5	7
2016	CELLNEX	43	7	2	12
2015		37	12	2	13
2016	DIA	51	1	1	11
2015		51	1	1	11
2016	ENAGAS	55	1	2	6
2015		54	3	3	4
2016	ENDESA	52	2	1	9
2015		51	3	1	9
2016	FERROVIAL	48	8	3	5
2015		49	8	2	5
2016	GAS NATURAL	43	6	8	7
2015		43	7	6	8
2016	GRIFOLS CL. A	50	3	3	8
2015		47	5	4	8
2016	IAG	54	2	1	7
2015		54	2	1	7
2016	IBERDROLA	60	2	1	1
2015		59	4	1	0
2016	INDITEX	52	1	0	11
2015		56	1	0	7
2016	INDRA A	54	0	1	9
2015		55	0	1	8
2016	MEDIASET	47	4	0	13
2015		42	6	1	15
2016	MELIA HOTELS	42	8	5	9
2015		41	10	3	10
2016	R.E.C.	50	3	1	10

2015		46	5	3	10
2016	REPSOL	53	1	3	7
2015		54	0	3	7
2016	SIEMENS GAME	57	2	1	4
2015		58	1	1	4
2016	TEC. REUNIDAS	48	4	3	9
2015		46	8	4	6
2016	TELEFONICA	51	1	8	4
2015		50	2	8	4
2016	VISCOFAN	55	5	1	3
2015		55	5	1	3

Tabla A2. Explicaciones de las recomendaciones no cumplidas

AÑO	Empresas	Recomendaciones No Cumplidas	Explicaciones de las No Cumplidas				
			Redundantes	Generales	Alternativas	Transitorias	Específicas
2016	ABERTIS	5	0	1	2	0	2
2015		5	0	1	2	0	2
2016	ACCIONA	1	0	1	0	0	0
2015		3	1	1	0	0	1
2016	ACERINOX	2	1	0	1	0	0
2015		1	0	0	1	0	0
2016	ACS	4	1	1	1	1	0
2015		4	3	0	0	0	1
2016	AENA	10	0	0	10	0	0
2015		14	0	1	12	1	0
2016	AMADEUS	5	2	0	2	1	0
2015		5	2	0	2	1	0
2016	CELLNEX	2	1	1	0	0	0
2015		2	1	0	0	0	1
2016	DIA	1	0	0	0	0	1
2015		1	0	0	0	0	1
2016	ENAGAS	2	0	0	2	0	0
2015		3	0	0	1	2	0
2016	ENDESA	1	0	0	0	0	1
2015		1	0	0	0	0	1
2016	FERROVIAL	3	0	1	0	0	2
2015		2	1	1	0	0	0
2016	GAS NATURAL	8	1	2	2	0	3
2015		6	3	2	1	0	0
2016	GRIFOLS CL. A	3	1	1	1	0	0
2015		4	1	2	1	0	0
2016	IAG	1	0	0	0	0	1
2015		1	0	0	0	0	1
2016	<u>IBERDROLA</u>	1	0	0	0	0	1

2015		1	0	0	0	0	1
2016	INDITEX	0	0	0	0	0	0
2015		0	0	0	0	0	0
2016	INDRA A	1	0	0	0	0	1
2015		1	0	0	0	0	1
2016	MEDIASET	0	0	0	0	0	0
2015		1	0	0	0	1	0
2016	MELIA	5	0	1	2	0	2
2015	HOTELS	3	0	0	1	0	2
2016	R.E.C.	1	0	0	0	0	1
2015		3	0	0	2	0	1
2016	REPSOL	3	2	0	0	0	1
2015		3	2	0	0	0	1
2016	SIEMENS	1	0	0	1	0	0
2015	GAME	1	0	0	1	0	0
2016	TEC.	3	2	0	1	0	0
2015	REUNIDAS	4	2	0	2	0	0
2016	TELEFONICA	8	0	2	1	0	5
2015		8	0	2	0	0	6
2016	VISCOFAN	1	0	0	0	0	1
2015		1	0	0	0	0	1

Tabla A3. Explicaciones de las recomendaciones cumplidas parcialmente

AÑO	Empresas	Recomendaciones	Explicaciones de las Cumplidas Parcialmente				
		Cumplidas Parcialmente	Redundantes	Generales	Alternativas	Transitorias	Específicas
2016	ABERTIS	1	0	0	0	0	1
2015		0	0	0	0	0	0
2016	ACCIONA	6	1	1	1	1	2
2015		8	6	0	0	0	2
2016	ACERINOX	1	1	0	0	0	0
2015		2	2	0	0	0	0
2016	ACS	9	1	0	1	1	6
2015		9	7	0	0	1	1
2016	AENA	2	0	0	2	0	0
2015		1	1	0	0	0	0
2016	AMADEUS	3	3	0	0	0	0
2015		5	2	0	2	0	1
2016	CELLNEX	7	3	0	3	0	1
2015		12	3	0	7	2	0
2016	DIA	1	0	0	1	0	0
2015		1	0	0	1	0	0
2016	ENAGAS	1	0	0	1	0	0
2015		3	0	0	2	1	0
2016	ENDESA	2	0	0	2	0	0

2015		3	0	1	2	0	0
2016	FERROVIAL	8	0	3	0	0	5
2015		8	0	5	1	0	2
2016	GAS	6	0	0	2	0	4
2015	NATURAL	7	4	0	1	0	2
2016	GRIFOLS CL.	3	1	0	2	0	0
2015	A	5	2	0	1	2	0
2016	IAG	2	0	0	1	0	1
2015		2	0	0	1	0	1
2016	IBERDROLA	2	0	0	1	0	1
2015		4	0	0	4	0	0
2016	INDITEX	1	1	0	0	0	0
2015		1	1	0	0	0	0
2016	INDRA A	0	0	0	0	0	0
2015		0	0	0	0	0	0
2016	MEDIASET	4	1	0	0	0	3
2015		6	1	0	1	0	4
2016	MELIA	8	1	0	6	0	1
2015	HOTELS	10	4	0	5	1	0
2016	R.E.C.	3	0	0	2	0	1
2015		5	0	0	1	1	3
2016	REPSOL	1	0	0	0	0	1
2015		0	0	0	0	0	0
2016	SIEMENS	2	0	0	2	0	0
2015	GAME	1	0	0	1	0	0
2016	TEC.	4	2	0	1	0	1
2015	REUNIDAS	8	5	0	0	0	3
2016	TELEFONICA	1	0	0	1	0	0
2015		2	0	0	2	0	0
2016	VISCOFAN	5	2	0	3	0	0
2015		5	2	0	3	0	0